

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

DE L'ADOPTION
D'UNE
MONNAIE DE COMPTE INTERNATIONALE

CONSIDÉRÉE COMME
UN REMÈDE A L'INSTABILITÉ DES CHANGES

THÈSE POUR LE DOCTORAT
(SCIENCES POLITIQUES ET ÉCONOMIQUES)

Soutenue le 3 juin 1922

PAR

Émile JAMES

Lauréat de la Faculté de droit de Paris
(Concours de 1916 et de 1917)

Président : M. GERMAIN MARTIN.
Suffragants { MM. FERNAND FAURE.
DOLLÉANS.

PARIS
EDITIONS DE LA VIE UNIVERSITAIRE
13, QUAI DE CONTI, 13

1922

THÈSE
POUR
LE DOCTORAT

**La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les
thèses ; ces opinions doivent être considérées
comme propres à leurs auteurs.**

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

DE L'ADOPTION
D'UNE
MONNAIE DE COMPTE INTERNATIONALE

CONSIDÉRÉE COMME
UN REMÈDE A L'INSTABILITÉ DES CHANGES

THÈSE POUR LE DOCTORAT
(SCIENCES POLITIQUES ET ÉCONOMIQUES)

Soutenue le 3 juin 1922

PAR

Émile JAMES

Lauréat de la Faculté de droit de Paris
(Concours de 1916 et de 1917)



Président : M. GERMAIN MARTIN.

Suffragants } MM. FERNAND FAURE.
DOLLÉANS.

PARIS
EDITIONS DE LA VIE UNIVERSITAIRE
13, QUAI DE CONTI, 13
—
1922

Digitized by the Internet Archive
in 2026

INTRODUCTION

Les questions monétaires, qui avant la guerre étaient restées l'apanage de quelques économistes, sont passées aujourd'hui au premier plan des préoccupations des hommes d'affaires et des gouvernements.

Avant la guerre, le mécanisme monétaire international avait atteint un certain degré de perfection. Les monnaies n'accusaient sur le marché des changes que des variations légères, contenues entre les frontières des gold-points. Le mécanisme fonctionnait bien : personne ne lui prêtait attention, en dehors des théoriciens et des spécialistes des règlements internationaux.

Depuis 1918, presque tout le monde s'intéresse aux questions de change, parce que tout le monde en souffre, chacun à sa façon. Les commerçants sont considérablement gênés par l'instabilité des cours. Les hommes d'État, plus encore que les commerçants, sont anxieux.

Cela se comprend : aujourd'hui le problème des règlements internationaux est particulièrement difficile à résoudre, et c'est justement le fonctionnement du mécanisme des changes qui en aggrave la difficulté.

Il y a des États qui s'abritent derrière la dépréciation de leur monnaie pour dire qu'ils ne peuvent pas payer les dettes que leur imposent les traités.

Que ce soit exact ou non, leurs créanciers manifestent un certain trouble en face de cet argument. Faut-il renoncer à une partie de sa créance, pour obtenir l'assurance de toucher le reste ? La France, créancière de l'Allemagne, est inquiète de la chute du change allemand. En Amérique le même phénomène se produit. Les cercles politiques américains témoignent de leur volonté absolue d'être remboursés rapidement par l'Europe ruinée, tandis que dans les milieux d'affaires de Wall Street on fait preuve de beaucoup plus d'indulgence.

Dans tous les pays, on cherche une solution au redoutable problème. En nous intéressant à lui, nous n'avons fait que suivre l'orientation de la curiosité générale, de telle sorte qu'en cherchant à justifier le choix de notre sujet d'étude, nous n'avons guère à proclamer son importance, qui n'est pas discutée, mais bien plutôt à nous excuser de notre témérité d'avoir essayé de traiter une question à la fois si importante et si difficile.

Nous ne voulons pas essayer de traiter dans son ensemble la question du change, après les nombreuses études qui en ont parlé en 1921, et notamment le livre que lui a consacré M. Jules Decamps.

Mais il nous a semblé intéressant d'étudier un des remèdes proposés à la situation du marché des changes. Et nous avons choisi parmi ces remèdes : *la création d'une monnaie de compte internationale*, parce que celle-ci a fait naître beaucoup d'illusions, et parce qu'elle nous en avait aussi inspirées à nous-mêmes.

On avait espéré que la création d'une monnaie internationale de compte pourrait mettre les pays à change déprécié à l'abri de toutes les conséquences résultant de cette dépré-

ciation. Certains auteurs ont prétendu pouvoir, par ce procédé, arriver à une stabilisation des changes, d'autres ont cru ne pas devoir essayer une chose aussi difficile, mais ils ont cherché à protéger les commerçants sans agir sur le cours du change, en leur fournissant un autre moyen de faire des affaires avec l'étranger. Tel est le double but que l'on a espéré atteindre avec la monnaie de compte internationale. Nous croyons que cet espoir est vain.

Mais au cours de notre travail nous avons constaté que nous pénétrions dans des notions qui méritent une nouvelle étude. Bien qu'on ait beaucoup parlé de monnaie de compte, on ne s'est guère entendu sur le sens à donner à cette expression. Il nous a intéressé de voir ce qu'il y avait de commun et de divers dans les différentes explications proposées.

Quelque regret seulement nous est venu en constatant que les idées auxquelles ce travail nous a menés ne peuvent guère être appuyées par des exposés de faits. C'est à la fois un jeune et un vieux projet que celui d'une monnaie de compte internationale. Vieux parce qu'on discute à son sujet depuis longtemps, mais jeune parce qu'il n'a pas même reçu encore un commencement de réalisation. Nous regrettons de n'avoir pu faire appel au cours de notre étude aux expériences du passé et d'être arrivé plutôt à notre conclusion par voie de déduction logique. Le sujet choisi nous obligeait à cette méthode. L'histoire ne nous fournissait pas d'éléments directs de discussion, elle ne nous offrait que des analogies que nous ne pouvions pas mettre au premier plan.

S'il est difficile de nous chercher chicane sur l'intérêt même de notre sujet, l'on nous demandera plutôt de jus-

tifier le plan que nous avons adopté. On pourra considérer notre première partie comme un hors-d'œuvre un peu long. Que l'on nous excuse d'avoir essayé de dire ce que nous pensions du redoutable problème de la parité entre monnaies de papier. Il nous a paru nécessaire de dire tout de suite ce que nous entendions par : « Dépréciation, perte au change, prime à l'exportation. » Si nous ne l'avions fait au début de notre travail, nous aurions dû surcharger nos autres chapitres d'incidentes, et de notes nombreuses, ce qui aurait encore accru la confusion et la difficulté inhérentes à un travail épineux.

De même si nous nous sommes étendus assez longuement en parlant de la déflation et de la « dévaluation » c'est parce que tout système, même international, cherchant le retour à l'étalon or impose à chaque État de choisir entre ces deux alternatives.

L'adoption d'une monnaie de compte internationale n'applique pas l'adoption définitive du système de la « dévaluation », mais elle implique au moins l'aveu public de la différence existant entre les actuelles monnaies de papier et les monnaies métalliques de 1914.

Mais nous espérons bien qu'on ne nous reprochera pas d'avoir fait une troisième partie en dehors de notre sujet. Elle fait très intimement corps avec lui. Nous avons indiqué que l'expression : « Monnaie de compte internationale » était un masque posé sur des projets d'organisation internationale de crédit ou de retour à l'étalon or des pays au régime du papier monnaie. Ce masque, nous l'avons soulevé, nous devons dire ce que nous avons trouvé dessous.

Qu'il nous soit permis en finissant de remercier ceux de

nos maîtres et amis qui nous ont aidés au cours de notre étude, soit par les précieuses indications qu'ils nous ont données, soit par les encouragements que nous en avons reçus, et notamment M. Germain Martin qui nous a suggéré le sujet de cette étude.

DE L'ADOPTION
D'UNE
MONNAIE DE COMPTE INTERNATIONALE
CONSIDÉRÉE COMME
UN REMÈDE A L'INSTABILITÉ DES CHANGES

PREMIÈRE PARTIE

Le marché des Changes depuis la guerre

CHAPITRE PREMIER

QUELLES SONT LES CAUSES QUI AGISSENT
AUJOURD'HUI SUR LES COURS DES CHANGES

Les événements qui se sont déroulés depuis deux ans sur le marché des changes ont quelque peu surpris les Français. Ces événements sont devenus familiers à tout le monde et il n'est pas utile d'en rendre compte longuement : pendant toute l'année qui s'écoula entre les mois de mars 1919 et avril 1920, le franc français perdit près des deux tiers de sa valeur. Puis, à cette période de dépréciation, succéda une seconde période de très larges et très rapides oscillations, en apparence injustifiables. Depuis six mois, un autre fait attire l'attention, c'est la chute de la devise allemande, chute encore plus rapide,

puisque en six mois le mark a perdu à peu près les trois quarts de sa valeur.

Ce fut surtout la phase de dépréciation du franc qui étonna. La politique de stabilisation suivie pendant toute la guerre nous avait illusionnés sur la valeur de notre nouveau franc de papier, et l'on avait espéré que les crédits accordés par les trésoreries anglaise et américaine se maintiendraient tant que ne serait pas achevé notre réapprovisionnement en matières premières, et la reprise de notre production. Cet espoir était encore très vif en novembre 1919 au moment de la Conférence d'Amsterdam. Aussi la déception fut-elle très grande, quand, en décembre, la Trésorerie américaine cessa toute avance. La dépréciation du franc s'accrut. Malgré l'émotion qu'elle provoqua, cette forte dépréciation était cependant explicable, soit par le déficit de notre balance des comptes, soit par la dépréciation du franc à l'intérieur même du pays.

Les oscillations très rapides et contradictoires de la phase suivante troublèrent beaucoup plus les économistes un peu spécialisés. Ceux-ci s'étaient accoutumés à dire que les variations des cours des changes étaient dues, d'une part au mouvement de la balance des comptes, d'autre part au mouvement du pouvoir d'achat intérieur de la monnaie. On s'étonna de voir qu'aucune de ces oscillations ne pouvaient être attribuée à des événements d'ordre économique, que la baisse de la livre sterling de 67 à 45 francs d'avril à août 1920, son ascension à 60 francs en janvier 1921, n'étaient dues ni à des événements d'ordre monétaire, ni à des fluctuations de la balance du commerce, et que bien au contraire elles accompagnaient des événements d'ordre diplomatique. Comment

les cours du change avaient-ils pu devenir le baromètre de la situation politique de notre pays ?... On s'étonna de voir que le rétablissement de la balance de commerce de la France au début de 1921 n'avait pas entraîné une amélioration des cours du change.

Les mouvements de la devise allemande sont plus étonnants encore ; on a cru trouver dans ces mouvements des faits qui contredisent la théorie classique du change. Pour bien comprendre il nous faut résumer celle-ci le plus rapidement possible.

Ricardo avait vu dans le change un mécanisme stabilisateur des prix, tendant sans cesse à rendre ceux-ci identiques dans les différents pays. Si un jour, sous l'influence d'une balance des comptes momentanément déficitaire, un pays voit sa monnaie se déprécier sur le marché des changes, cela ne pourra durer. Le déficit sera comblé par une exportation d'or. La diminution du stock d'or amènera une chute des prix dans ce pays. L'importation de ce stock d'or dans l'autre pays y provoquera au contraire une hausse des prix. Et ce double mouvement des prix amènera un revirement de la balance des comptes. Le pays dont la balance des comptes était à l'origine déficitaire deviendra plus fort exportateur. L'autre pays devra au contraire diminuer le chiffre de ses exportations. Le mouvement de l'or pourra alors redevenir inverse.

De cette doctrine logique et optimiste (1) il y a à tirer

1. Pour la critique de cette théorie voir Nogaro (*Le rôle de la monnaie dans le commerce international*, thèse 1904. Pour la théorie elle-même, voir surtout le chapitre du commerce extérieur des *Prin-*

(intervenir à l'ordre
des 2 pages 14 et 15)

par conséquence, provoquerait un revirement des cours du change. Au contraire, si une monnaie se déprécie lentement à l'intérieur du pays où elle a cours légal, c'est-à-dire si les prix s'élèvent dans ce pays, les étrangers cesseront d'acheter tant qu'ils ne pourront pas le faire à des prix avantageux. Les prix intérieurs ne changeront pas ; ce qui sera modifié, c'est le cours entre les deux monnaies.

Invariablement, les cours du change tendent à revenir à la parité, dans un système de monnaie de papier eomme dans un système de monnaie d'or. Mais les monnaies de papier n'ayant pas de définition métallique, la parité entre elles ne peut être déterminée par leurs poids respectifs de métal précieux. On ne peut les comparer que d'après leur pouvoir d'achat à l'égard de l'ensemble des marchandises. La parité entre le franc et la livre sterling sera le cours auquel il faut changer des livres sterling en francs pour pouvoir se procurer sur le marché de Paris, avec les francs ainsi obtenus, autant de marchandises qu'à Londres avec des livres sterling. C'est ce que l'on a appelé la parité de pouvoir d'achat. Bien que cette expression soit barbare et déplaisante, nous l'emploierons cependant, nous autorisant de l'exemple des traducteurs du professeur Cassel, mais seulement quand elle nous fournira un moyen de traduire plus rapidement notre pensée.

Ainsi d'après la théorie classique les changes ne pourraient pas rester éloignés très longtemps de la parité de pouvoir d'achat. Les mouvements des changes européens, ceux notamment de la devise allemande, ne confirment pas cette théorie optimiste.

Pour la vérifier et la confirmer, les importations de l'Eu-

quelques conclusions : d'abord un pays n'a pas besoin de chercher à protéger son stock d'or. Jamais le mouvement du commerce extérieur ne peut amener une expatriation très forte de celui-ci, la moindre sortie d'or agissant comme une cause de réduction des importations, d'accroissement des exportations. Le déficit de la balance des comptes ne peut absolument pas se prolonger. Il en résulte encore que le cours du change tend indéfiniment à rester basé sur le pouvoir d'achat intérieur des monnaies, et qu'ainsi le mouvement des prix est unanime et parallèle dans les différents pays.

L'explication de Ricardo se basait sur les mouvements des métaux précieux. Stuart Mill essaya de prouver que le même mécanisme régulateur des prix fonctionnait même sans un déplacement d'or, et ses conceptions sont reprises aujourd'hui par le plus grand nombre des économistes, pour expliquer le mouvement des changes entre pays à monnaie de papier. Le prix des marchandises et celui des devises étrangères, évalués en une monnaie déterminée, sont solidaires et tendent à rester parallèles. Si le prix des changes s'aggravait sans être suivi d'une diminution du pouvoir d'achat intérieur de la monnaie, il deviendrait avantageux aux étrangers d'acheter dans ce pays. Lorsqu'une monnaie perd au change cela provoque de la part de l'étranger un afflux de commandes, cela réduit au contraire les importations devenues trop chères. D'où un revirement de la balance des comptes en faveur du pays à monnaie dépréciée ce qui,

cipes de l'économie et de l'impôt de Ricardo, traduction Fonteyraud (Paris, de Guillaumin, 1847, p. 100).

rope continentale devraient se ralentir, les exportations se développer.

Les choses ne se sont pas passées ainsi. Presque toutes les idées de l'école classique au sujet de ce réajustement nécessaire ont été nettement contredites par les faits. Le change au lieu de jouer le rôle de régulateur des prix a créé lui-même la différence entre les prix pratiqués dans les différents pays. On a remarqué que la dépréciation extérieure d'une monnaie (par dépréciation extérieure nous entendons la baisse d'une devise sur le marché des changes) *précédait* toujours la dépréciation intérieure, et qu'elle était généralement plus forte que celle-ci (1). Aussi aujourd'hui soutient-on plus volontiers que la hausse des prix intérieurs est plutôt une conséquence qu'une cause de la hausse des changes (2).

A la vérité en effet il s'est bien produit un mouvement de réadaptation des prix intérieurs au prix des changes. Mais ce mouvement ne s'est pas produit comme Ricardo, et à sa suite, toute l'école classique l'avaient prévu. Au lieu d'assister à une amélioration des changes, nous avons été témoins d'une hausse considérable des prix intérieurs. Et de plus ces prix intérieurs n'ont pas haussé suffisamment pour faire disparaître la différence entre eux et les prix pratiqués dans les pays à change apprécié. Malgré la perte de leur pouvoir d'achat à l'intérieur, les devises de l'Europe continentale restent plus dépréciées encore sur le marché des changes que

1. A part bien entendu la période de guerre pendant laquelle les changes ont été stabilisés.

2. Voir à ce sujet Bokanowski : *Note sur la stabilisation du franc français* (page 9, *in fine*).

sur le marché intérieur. Elles sont cotées bien au-dessous de la parité de pouvoir d'achat.

Cela, tout l'atteste, et tout d'abord les statistiques de prix. Certains statisticiens ont fait à ce sujet des études très précises, mais s'appuyant sur des chiffres qui n'étaient peut-être pas d'une exactitude rigoureuse. Nous voudrions citer ici pour sa précision un des tableaux qui furent placés sous les yeux des membres de la conférence de Bruxelles par les organisateurs de la Conférence (on le trouvera sous le n° 5 dans le rapport 3 des documents préparatoires). Mais ce document ayant un peu vieilli, et dans le but de ne pas alourdir cette première partie de notre exposé, nous nous bornerons à y renvoyer le lecteur. La méthode suivie pour la composition de ce document consistait à calculer la dépréciation de chaque monnaie depuis 1914. On arrive à connaître cette dépréciation d'après les nombres-indices de prix. En supposant qu'en 1914 les changes étaient à la parité de pouvoir d'achat, et en fait ils y étaient à peu de chose près, on arrive, en comparant entre eux les différents nombres-indices indiquant la dépréciation des monnaies, à connaître la parité actuelle de pouvoir d'achat. Nous pouvons prendre un exemple : en janvier 1922, le chiffre indice de la dépréciation du franc français est de 320, celui indiquant la dépréciation de la livre sterling serait 167, le dollar aurait perdu 50 % de sa valeur. Quant au mark, le chiffre indice de sa dépréciation serait 3665. En faisant le calcul, nous verrons que d'après ces chiffres, la parité de pouvoir d'achat serait pour le franc la suivante :

Une livre sterling.	•	45 fr. 80
Un dollar.	•	11 fr. 20
Cent marks.	•	12 fr. 96

D'après ces chiffres, nous pouvons voir que si le franc est à peu près à la parité de pouvoir d'achat, le mark en est encore fort loin.

Nous n'ignorons point que cette méthode n'est pas parfaite et cela pour deux raisons. La première, c'est que souvent les statistiques de prix sont établies un peu à la légère : la preuve en est la contradiction que l'on relève entre plusieurs sources. Ainsi le nombre-indice de la dépréciation de la livre sterling depuis quelques mois, n'est pas le même pour le *Statist* que pour l'*Economist*. L'autre défaut, c'est que les nombres-indices sur lesquels étaient basés les calculs de la Conférence de Bruxelles indiquent des prix de gros. Les prix de détail donneraient des résultats différents. Les prix de gros en effet sont soumis à des opérations d'arbitrage, ils dépendent des cours du change, et tendent à s'égaliser dans les différents pays. L'on pourrait prendre comme exemples les prix de gros du sucre ou du blé. Les prix de détail résistent beaucoup plus, et la différence entre les prix de détail pratiqués dans les différents pays est beaucoup plus forte. C'est sur eux que devrait se baser un calcul exact de parité. Ils montreraient que sur les marchés intérieurs les monnaies européennes ne sont pas aussi dépréciées que les chiffres précédemment cités le laissent croire. Ils accuseraient une différence beaucoup plus forte encore entre les cours actuels du change et la parité de pouvoir d'achat. Dressons un tableau plus simple avec des chiffres plus récents. Il ne nous dira pas à quels cours exactement les changes seraient à la parité, mais il nous montrera que le mouvement de baisse du mark par rapport au dollar n'est pas parallèle au mouvement de baisse par rapport aux prix intérieurs.

MOUVEMENT A BERLIN DU COURS DU DOLLAR, DES PRIX DE GROS,
DES PRIX DE DÉTAIL DE 1918 A 1922.

(Les cours pratiques en 1913 étaient exprimés par le chiffre 100).

	COURS DU DOLLAR	PRIX DE GROS	PRIX DE DÉTAIL
1918 : Janvier	124.1	202.4	
— Février	125.6	197.7	
— Mars	124.0	196.5	
— Avril	121.8	202.6	
— Mai	122.4	201.9	
— Juin	127.6	207.1	
— Juillet	137.9	205.9	
— Août	145.1	232	
— Septembre	156.9	227.2	
— Octobre	157.3	233.2	
— Novembre	176.8	233.5	
— Décembre	197.2	246.0	
1919 : Janvier	195.2	262.2	
— Février	217.4	270.4	
— Mars	247.5	274.1	
— Avril	300.1	286.3	
— Mai	306.0	297.7	
— Juin	333.7	307.8	
— Juillet	359.1	339.2	
— Août	448.2	421.9	
— Septembre	572.7	493.0	
— Octobre	638.9	561.9	
— Novembre	912.2	678.4	
— Décembre	1.114.2	802.5	
1920 : Janvier	1.543	1.256	
— Février	2.360	1.685	
— Mars	1.997	1.709	
— Avril	1.420	1.567	
— Mai	1.107	1.508	
— Juin	932	1.382	
— Juillet	940	1.367	
— Août	1.137	1.450	
— Septembre	1.181	1.498	
— Octobre	1.623	1.466	
— Novembre	1.839	1.509	
— Décembre	1.738	1.440	
1921 : Janvier	1.546	1.439	944
— Février	1.460	1.376	901
— Mars	1.487	1.338	901
— Avril	1.513	1.326	894
— Mai	1.483	1.308	880
— Juin	1.651	1.366	896
— Juillet	1.824	1.428	963
— Août	2.007	1.917	1.045
— Septembre	2.498	2.067	1.062
— Octobre	3.576	2.460	1.146
— Novembre	6.264	3.416	1.397
— Décembre	4.572	3.487	1.550
1922 : Janvier	4.572	3.665	
— Février	4.907	4.103	

Tels sont les chiffres que nous donne la revue allemande *Wirtschaft und Statistik*. Ils nous montrent que les prix de gros peu à peu s'adaptent aux cours du change, mais avec un certain retard. Depuis avril 1919, leur hausse n'a jamais, sauf pendant une très courte période (d'avril à octobre 1920) rattrapé la hausse des changes. Quant aux prix de détail, ils ont beaucoup mieux résisté.

C'est une chose que savent parfaitement tous les habitants des pays-frontières et les individus qui vont voyager à l'étranger. De même qu'une nuée d'Américains ou d'Anglais s'est abattue chez nous depuis deux ans pour profiter de la baisse du franc, de même nos compatriotes cherchent à profiter des bas prix pratiqués en Rhénanie ou en Autriche. On y va passer ses vacances ou faire des affaires. Au cours d'un voyage en Europe Centrale, nous avons pu nous rendre compte nous-mêmes des intentions de nos compatriotes en voyage. Même sans avoir rencontré d'audacieux « Chercheurs d'or » (1), nous avons pu voir que les Français en Rhénanie commençaient toujours par « visiter les magasins » et qu'à Vienne les commerçants autrichiens en face d'acheteurs étrangers ne pouvaient s'empêcher de faire d'amères réflexions sur le cours des « valuta ». Le prix de la vie à Vienne n'est en effet pas comparable à celui de Paris. Après transformation des francs en couronnes, il apparaissait deux ou trois fois plus bas. En Allemagne, c'était à peu près la même chose.

Notre voyage fut terminé avant le nouvel effondrement des devises allemande et autrichienne. Il est donc bien vrai que

1. *Les chercheurs d'or*, de M. Pierre Hamp (librairie de la Nouvelle Revue française, 1920).

cette différence entre les prix allemands et les prix internationaux n'était pas due au simple fait que les prix intérieurs n'avaient pas eu le temps de se réadapter : cette différence des prix existait déjà bien avant la nouvelle chute de ces devises. Nous devons donc dire que pendant toute la période de stabilisation (toute relative, il est vrai), qui s'étend pour la devise allemande du printemps 1920 à juin 1921, cette devise s'était stabilisée à un cours très éloigné de la parité de pouvoir d'achat.

Depuis six mois, le change allemand a perdu les deux tiers de sa valeur. Il y a bien eu pendant la même période une réadaptation des prix en Allemagne, mais nulle part les prix ne se sont élevés dans la même mesure que le cours des changes. Les chiffres que nous venons de citer le prouvent clairement.

Les gens qui cherchent à profiter de cette différence des prix allemands sont encore devenus plus nombreux qu'avant la chute du mark. Tous les habitants des contrées très voisines des frontières allemandes et autrichiennes se transportent au delà de la frontière pour faire leurs acquisitions. Le *Temps* du 30 octobre 1921 décrivait d'une façon très pittoresque ces allées et venues en Allemagne. Mais si les consommateurs y gagnent, les commerçants belges ou hollandais s'en plaignent amèrement. Cela nuit considérablement au développement de leurs propres affaires. La circulaire mensuelle de la Rotterdamsche Bankvereniging de novembre 1921 (p. 288) nous assure qu'aux Pays-Bas les commerçants des régions frontières n'ont d'autres ressources que de vendre des produits allemands ou de faire faillite.

A la frontière austro-suisse les mêmes phénomènes ont

lieu, mais avec plus d'activité parce que la différence des prix est encore plus forte (1).

Tels sont les faits. On a prétendu qu'ils infirmaient la théorie classique.

Elle est en défaut, dit-on, sur deux points : il n'est pas exact que depuis deux ans les mouvements du change soient déterminés par les mouvements de la balance des comptes, ni par les mouvements de la valeur intérieure des monnaies. Il n'est pas exact non plus que le change soit un mécanisme régulateur des prix internationaux, ni que le cours d'une monnaie sur le marché des changes soit déterminé par son pouvoir d'achat intérieur.

La théorie classique a été quelque peu discréditée depuis deux ans, et, nous devons l'avouer, beaucoup plus par des journalistes ou des parlementaires avides de travail rapide et facile que par des économistes plus avertis. On a beaucoup dit que les anciennes considérations sur la balance des comptes étaient des balivernes, et que certains pays, par exemple l'Allemagne, possédaient un système bancaire si puissant qu'elle réglait à son gré le cours de sa devise et des autres monnaies d'Europe Centrale (2). On a dit d'autre part

1. Je n'en veux citer qu'un exemple parce qu'il est très pittoresque. On racontait récemment l'histoire d'un Suisse qui était allé acheter et boire à Vienne une bouteille de vin fin. Ayant rapporté sa bouteille vide en Suisse il la revendit plus chère qu'il ne l'avait achetée pleine Vienne. En face de faits semblables on ne s'étonnera pas du tout d'apprendre que les chômeurs suisses vont vivre très largement en territoire autrichien avec les seules allocations de chômage que leur pays leur fournit en monnaie suisse.

2. Voir un article de M. André Chéradame dans *le Matin* du

que les mouvements des changes étaient inexplicables, qu'ils étaient « le jouet de la spéculation » et que celle-ci dépréciait à plaisir le change français. Ce n'est pas une explication.

Une chose contribue à réhabiliter la théorie traditionnelle, c'est l'échec de ses adversaires. Les chercheurs de théories nouvelles ne firent preuve d'aucune originalité et n'étudièrent pas avec beaucoup de soins les faits nouveaux. Ils eurent le tort de revenir aux données de l'ancienne école, mais, alors que celle-ci voyait plusieurs causes aux dépréciations des changes : le déficit de la balance des comptes, la dépréciation de la monnaie, ils cherchèrent à expliquer les récents événements au moyen d'une seule de ces causes. M. Valois, dans son livre *la Monnaie saine tuera la vie chère* croit que la dépréciation intérieure du franc explique tout. Dans un sens opposé, croyant que seul le déficit de la balance des comptes causait tout le mal. M. Victor Boret préconisait dans un article du *Journal* (1) l'émission d'un grand emprunt en Amérique : nous emprunterions ainsi, croyait-il, des dollars à 13 francs et nous les restituerions à 5 fr. 18 le jour où la balance des comptes serait de nouveau équilibrée. On se rendit cependant compte que cette dernière idée n'expliquait pas les oscillations du franc *autour d'un nouveau cours moyen* très différent de l'ancien, soit 50 francs pour la livre et 11 francs pour le dollar et que l'idée de M. G. Valois n'explique pas le fait même de l'*oscillation*.

Il nous semble, quant à nous, que les mouvements des changes ne contredisent pas les points essentiels de la théorie

29 mars 1821. Voir aussi contre la théorie classique du change, le livre de M. G. Valois, *la Monnaie saine tuera la vie chère* (p. 11, *in fine*).

1. Voir *Journal* du 15 janvier 1921.

classique. Les cours du change dépendent du mouvement de la balance des comptes, c'est indiscutable. On a parfois montré que l'amélioration de la balance commerciale n'amenait pas une baisse des changes étrangers, par exemple pour la France au début de 1921. On a pu en conclure que cela contredisait le principe que nous venons de déclarer certain. C'est un enfantillage : en passant des manuels des économistes dans l'esprit du grand public, ce principe s'était déformé. Par balance des comptes, on s'était mis à entendre : balance du commerce.

Une étude plus approfondie des éléments de la balance des comptes, telle qu'elle se présente aujourd'hui, a remis les choses au point. Elle a parfaitement montré à quoi étaient dues les oscillations des changes et elle a très bien montré que notre principe était exact. C'est M. Jules Decamps, directeur du Comité d'études de la Banque de France qui nous semble être arrivé à la vérité, dans une conférence donnée à la société d'économie politique le 6 avril 1920 et maintes fois reproduite dans différentes revues (1). M. Decamps n'a pas répudié la théorie classique. Il continue de professer que les oscillations des changes sont dominées par les mouvements de la balance des comptes. Mais nous ne connaissons que d'une façon très incomplète les éléments de la balance des comptes. On énumérait avant la guerre les éléments de celle-ci : à l'actif, on plaçait la valeur des exportations, les dépenses de l'étranger dans le pays, le prix des services rendus au

1. Voir notamment le *Journal des économistes* du 15 avril 1920, l'*Economiste français* du 24 avril 1920 ; le compte-rendu des débats de la Conférence inter-parlementaire du Commerce de juin 1920. Voir surtout le livre de M. Decamps, *Les changes étrangers* (Alcan, 1921).

commerce international en transportant les marchandises soit par voie ferrée soit par voie d'eau, l'intérêt des capitaux placés à l'étranger. On énumérait au contraire, comme formant le passif de la balance des comptes d'un Etat, la valeur de ses importations, les dépenses de ses nationaux à l'étranger, le prix des services rendus par un pays étranger, le versement des intérêts ou de l'amortissement de ses dettes extérieures. On énumérait ainsi les éléments à peu près stables et permanents de la balance des comptes, mais tous ceux-ci ont trop de permanence et de stabilité pour que leur influence puisse expliquer toutes les variations brusques du cours des changes. L'explication de M. Decamps eut le mérite de mettre en lumière le rôle d'un élément nouveau : les crédits de spéculation.

Notre balance du commerce, explique M. Decamps, a été en déficit de plus de 46 milliards de francs pendant les années 1919 et 1920. Comment nous sommes-nous acquittés de cette énorme dette ? Nos commerçants l'ont payée, sans quoi, comme le dit M. Decamps, « le pays débiteur eût été mis en faillite ». Et il ne l'a pas été. Que s'est-il donc passé ? En fait, il y a eu des exportations de valeurs mobilières, il y a eu des achats de titres français par des capitalistes américains ou anglais. Mais surtout on a trouvé sur le marché des changes des dollars offerts par des spéculateurs américains qui jouaient à la hausse de notre franc. Ces spéculateurs avec leurs dollars ont acheté des francs qu'ils espèrent revendre après la hausse de notre devise. Si le franc baisse, il ne faut pas croire que ces opérations se ralentiront. Sans doute la crainte d'une baisse du franc peut provoquer quelques ventes de la part des spéculateurs, mais lorsque cette chute

se produira, elle engendrera au contraire un grand nombre d'achats. Plus la chute du franc est forte en effet, plus les bénéfices qu'espèrent les spéculateurs sont grands. Et ainsi une chute du franc a comme résultat d'accroître le chiffre de ces positions spéculatives à la hausse du franc.

C'est ainsi que grâce à l'intervention de ces spéculateurs nous avons pu payer nos dettes à l'étranger. M. Decamps estime que ces crédits de spéculation ont dû atteindre le montant de 12 milliards, le reste du déficit de notre balance commerciale ayant été comblé par des exportations de titres ou par des avances en dollars ou en livres consenties par les banques américaines ou anglaises. Depuis deux ans leur chiffre global aurait déjà diminué de plusieurs milliards (1)

Le rôle de ces crédits de spéculation sur le marché des changes est considérable. Les spéculateurs ayant ainsi placé des fonds sont très influençables. Les crédits de spéculation sont des crédits à très court terme ou à vue, que leur titulaire peut à son gré retirer, ou dont il peut quand il le veut accroître le montant. Tout espoir de relèvement de notre pays provoque une demande plus forte de francs. Toute déception, ou toute crainte de voir empirer la situation de la France provoque des réalisations de ces positions spéculatives et des ventes de francs. C'est là ce qui explique que notre change soit devenu dépendant de chaque événement politique favorable, même si de cet événement il n'y a à attendre aucune amélioration de la balance des comptes, aucune amélioration de la situation monétaire intérieure. On peut ainsi

1. Conférence de M. Decamps à la salle d'Economie sociale le 12 décembre 1921.

expliquer que toutes les réunions du Conseil Suprême ayant pour programme le rétablissement de la situation européenne, toutes les conférences interalliées comme par exemple la conférence de Bruxelles provoquent une hausse des changes européens. Toute menace de rupture diplomatique entraîne au contraire une hausse du dollar.

Cette explication répudie-t-elle l'influence de la situation monétaire intérieure sur les cours du change? Non pas, mais elle va nous permettre de mettre au point la théorie de l'école classique, qui nous semble avoir été, sur ce point seulement, un peu trop rapidement étudiée. Nous sommes sous le régime appelé par M. Arnauné régime du change fiduciaire. Ce régime peut se caractériser par ce fait que le prix d'une devise sur le marché des changes n'est plus du tout déterminé ni par son poids (théorique) de métal précieux, ni par le pouvoir d'achat qu'elle possède à l'intérieur du pays où elle circule, mais seulement par le plus ou moins de confiance que l'on accorde à l'étranger à son relèvement ultérieur.

Nous ne voulons pas dire que les variations de la puissance d'achat intérieure de la monnaie n'ont aucune influence sur le cours des changes. Elles ont une influence certaine. Les pays dont la devise est la plus dépréciée sur le marché des changes sont aussi ceux dont la monnaie a le plus perdu de son pouvoir d'achat intérieur vis-à-vis des marchandises. Mais cette influence de la situation monétaire intérieure ne joue plus avec assez de netteté, pour que la dépréciation d'une monnaie sur le marché des changes compense *exactement* la perte de son pouvoir d'achat par rapport aux marchandises, pour que la dépréciation extérieure des monnaies soit égale à leur dépréciation intérieure.

Le spéculateur qui achète une monnaie, lorsqu'il accepte un prix, ne se laisse pas déterminer par le pouvoir d'achat intérieur de cette monnaie (peu lui importe : il ne l'achète pas pour payer des marchandises) ; il fixe son prix d'après son espoir d'une amélioration ultérieure, ou sa crainte d'une dépréciation ultérieure, du cours de cette monnaie sur le même marché des changes.

Et c'est ainsi que l'on peut classer aujourd'hui les pays européens au point de vue de leur change en plusieurs catégories. Il y a des monnaies dont on n'espère guère un rétablissement rapide, mais dont on ne craint pas non plus une forte dépréciation. Ces monnaies-là auront sur le marché des changes un cours assez étroitement dépendant de leur pouvoir d'achat intérieur. C'est le cas par exemple du franc français. Il y en a d'autres dont on craint au contraire une forte dépréciation dans un bref délai. Les spéculateurs à la hausse se réservant, ou cherchant même, déçus, à liquider leurs positions, la balance des comptes redevenant déficitaire, le cours de cette devise s'aggravera. C'est le cas de tous les pays où l'émission de billets à jet continu n'est pas arrêtée, et notamment le cas de l'Allemagne et de l'Autriche.

Il ne faut donc pas s'étonner de voir que le plus grand nombre des monnaies d'Europe centrale sont le jouet d'une dépréciation plus forte sur le marché des changes que vis-à-vis des marchandises sur le marché intérieur. Par rapport à elle, la hausse des devises étrangères est plus forte que celle des marchandises intérieures. C'est une conséquence du mouvement des crédits de spéculation.

En somme l'inflation et la déflation ont sur les prix intérieurs un rôle dominant, au contraire elles n'ont sur le mar-

ché des changes qu'une influence morale et indirecte. Elles agissent beaucoup moins en provoquant ou en raréfiant les exportations, qu'en poussant les spéculateurs étrangers à l'achat et la revente des devises. Nous croyons qu'elles n'agissent pas beaucoup plus que tout autre événement, même d'ordre non monétaire, pouvant faire espérer un bénéfice aux spéculateurs. Le change est devenu fiduciaire.

Il est certain qu'un pareil résultat ne peut se produire que parce que les gold-points sont disparus. Il n'existe plus aujourd'hui de régulateur du cours des changes. A nos yeux rien n'empêche les changes de faire, sous l'influence d'un mouvement de la balance des comptes, de nouveaux bonds formidables dans le sens de la hausse ou de la baisse. Ce n'est pas le maintien par exemple des mêmes prix à l'intérieur de la France qui pourrait empêcher la livre et le dollar d'atteindre les cours de 100 francs pour la première ou 30 fr. pour le second. Cela pourrait notamment se produire le jour où devant une grave crise politique française, les spéculateurs anglais ou américains réclameraient brusquement leur remboursement. Cela pourrait encore se produire le jour où une grave crise bancaire se produirait, et voici comment. Les crédits de spéculation nous sont le plus souvent offerts sous la forme de dépôts à vue dans les succursales parisiennes des grandes banques américaines ou anglaises. Supposons qu'une de ces banques se trouve un moment donné dans une mauvaise situation, ce qui est fort possible, étant donné que dans certaines, le chiffre de ces dépôts à vue est excessivement élevé, beaucoup plus que celui des dépôts à terme. Que ce passerait-il le jour où une de ces banques éprouverait quelques difficultés ? Les demandes de retrait devien-

draient nombreuses de la part des déposants, un trop brusque accroissement de ces retraits pourrait produire la panique et provoquer une hausse des changes à des cours encore inconnus. N'oublions pas que la livre sterling a déjà valu bien près de 70 francs, et le dollar 18 francs à deux périodes différentes.

De pareils faits infirment-ils vraiment l'explication donnée par l'école classique ? Nous ne croyons pas. Ce sont bien vraiment des mouvements de la balance des comptes que les oscillations des changes ont traduits. Il est vrai que le système régulateur qu'avait prévu Ricardo n'a pas fonctionné. Les changes qui s'étaient écartés de la parité de pouvoir d'achat n'y ont pas été mécaniquement ramenés. Mais nous croyons plutôt voir là un résultat de la situation vraiment extraordinaire et exceptionnelle, de la production, et du marché international depuis la guerre. Ricardo prétendait que lorsque un pays perdait au change, ses importations diminuaient, ses exportations augmentaient. Ce mouvement s'est-il produit ? Oui certainement. En 1921, les importations de l'Europe continentale se sont considérablement ralenties, les exportations se sont développées. Déjà les pays à change déprécié commençaient à se plaindre du « dumping de change » des autres. Si ce mouvement n'a pu produire son effet salutaire sur le cours des changes, comme dans le cas de l'Allemagne ou de l'Autriche, c'est qu'il n'a pas été et ne pouvait pas être assez important pour renverser la situation de la balance des comptes. L'Allemagne notamment, pour faire face aux obligations que lui a imposées le traité de Versailles, et verser aux alliés un milliard de marks or, a dû acheter ceux-ci sur le marché des changes, les emprunter à des spé-

culateurs étrangers. Ceux-ci n'ont consenti à prêter leur monnaie d'or qu'en échange d'une quantité de marks considérable, car ils craignent que l'inflation continuelle en Allemagne déprécie encore le mark. Malgré l'amélioration de la balance du commerce, le mark allemand devait donc ainsi rester très déprécié à cause de l'inflation.

CHAPITRE II

CONSEQUENCES DE LA SITUATION ACTUELLE DU MARCHÉ DES CHANGES

Tels sont les faits : des oscillations violentes des cours, et une chute de presque toutes les devises de l'Europe centrale au-dessous de la parité de pouvoir d'achat. Après avoir tenté d'en expliquer les causes, il nous faut maintenant en chercher les résultats.

Le premier inconvénient, dont se plaignent surtout les commerçants, c'est l'instabilité même du cours des changes. Le second, celui qui intéresse plutôt les économistes, c'est le fait de la dépréciation des monnaies d'Europe centrale au-dessous de la parité de pouvoir d'achat.

Voyons d'abord l'instabilité. Nous en avons déjà indiqué les causes : les caprices des spéculateurs. Il nous reste à en chercher les conséquences. L'instabilité est cause d'une gêne considérable pour tous les commerçants, et M. Bokanowski dans sa brochure sur la stabilisation du franc a montré quelques-uns de ses méfaits.

L'instabilité fait courir des risques supplémentaires aux commerçants, qu'ils soient importateurs ou exportateurs : supposons qu'un industriel français ait acheté de la laine sur le marché de Londres ; il l'a payée comptant. Mais le change français vient à s'améliorer, la livre sterling baisse

par rapport au franc. Des concurrents de notre premier industriel vont pouvoir se procurer sur le même marché de la laine à un prix moins élevé en francs, et, leur prix de revient étant plus faible, pourront vendre meilleur marché les mêmes produits fabriqués. Notre premier industriel n'est nullement protégé contre cette concurrence que lui font ses propres compatriotes. Mais cela sera un cas assez rare. Voici au contraire des risques que les commerçants devront très souvent assumer du fait de l'instabilité des changes. Dans le commerce international on ne paie généralement pas au comptant. On achète à terme. Ainsi l'instabilité des changes va faire courir à tout commerçant un risque souvent considérable. Toute hausse des changes entre le jour de l'achat et le jour du paiement impose à l'importateur une charge supplémentaire imprévue. Elle fera courir le même risque à l'exportateur qui a fixé son prix en monnaie de son propre pays, par exemple à l'exportateur allemand qui a vendu en marks. De même toute baisse des changes est une cause de perte pour l'exportateur qui a vendu en monnaie étrangère.

M. Bokanowski a raison d'insister sur cette idée. L'instabilité des changes fait courir des risques supplémentaires aux commerçants. Il a raison de nous montrer que ceux-ci chercheront à se couvrir en augmentant la marge de leur bénéfice, et qu'ainsi l'instabilité des changes contribue à faire hausser les prix.

L'instabilité gêne encore à un autre point de vue. Elle décourage les capitalistes disposés à avancer des capitaux, et les crédits dont auraient besoin les pays ruinés par la guerre ne leur sont pas accordés. Il est très évident que depuis trois ans on cherche une formule nouvelle pour per-

mettre l'accord de crédits internationaux. Les systèmes imaginés jusqu'ici n'ont pas donné d'excellents résultats (1) et cela se comprend un peu : les étrangers des pays à monnaie stable ne veulent pas traiter en monnaie dépréciée, car ils craignent une dépréciation plus forte. Ils ne tiennent pas non plus à prêter dans leur monnaie à eux, monnaie stable, car ils craignent qu'une nouvelle dépréciation des monnaies déjà malades ne mette les commerçants à qui ils prêtent dans l'impossibilité de se procurer les devises nécessaires pour faire honneur à leur signature. M. Ter Meulen disait très justement à la conférence de Bruxelles : « L'un des principaux obstacles qui empêchent actuellement le retour graduel aux méthodes commerciales d'avant-guerre, provient du manque de confiance des vendeurs d'un pays vis-à-vis des acheteurs d'un autre pays, qui, pensent-ils, ne peuvent pas faire honneur aux engagements qu'ils contractent lorsqu'ils font des achats autrement qu'au comptant. Et ce manque de confiance ne provient pas généralement d'un doute sur la solvabilité de l'acheteur lui-même mais de la crainte que cet acheteur soit mis dans l'impossibilité de s'acquitter en une autre monnaie que celle de son propre pays. » C'est une situation dont on s'est rendu compte tout particulièrement en Hollande pendant la chute du change allemand en 1919. Un grand nombre de banques hollandaises se sont trouvées dans une situation très défavorable, parce que beaucoup d'entre elles ne purent se faire rembourser les fonds empruntés par des Allemands. La politique de réserve des

1. Sur ce point, on pourra consulter Emile Mireaux : *Les crédits à l'exportation* (Rivière 1921).

banques hollandaises (2) à l'égard des achats de marks ou des prêts en marks n'a donc pas suffi à les protéger. On comprend la réserve des prêteurs étrangers. Les fluctuations du change leur interdisent de prêter à tout pays dont la monnaie risque encore de se déprécier. C'est pourquoi les crédits étrangers se font rares, ou c'est pourquoi du moins, ils ne nous sont offerts que sous cette forme néfaste de « crédits de spéculation », dont les prêteurs peuvent d'un jour à l'autre exiger le remboursement, et dont M. Decamps exposait très nettement tous les effets : ce sont des capitaux qui nous coûtent cher, dont l'influence sur le marché des changes est déplorable et dont l'accord ou le retrait n'est nullement dû aux besoins du marché.

Ainsi l'instabilité tend à compliquer les relations commerciales internationales. Il est devenu très difficile aux commerçants d'acheter à terme, il est devenu très difficile aux banques d'assister le commerce international d'après les procédés normaux.

L'instabilité est un inconvénient redoutable. Ce n'est pas le pire. C'est peut-être celui qui est le plus sensible à chaque individu en particulier, celui par conséquent dont on se plaint le plus, mais le marché des changes a un autre inconvénient beaucoup plus grave aux yeux des économistes, bien qu'il frappe moins chaque commerçant. C'est la sous-estimation au-dessous de la parité de pouvoir d'achat, de presque toutes les devises de l'Europe centrale. Nous avons déjà vu plus haut que cet inconvénient avait plus ou moins d'import-

2. Voir rapport annuel aux actionnaires, de la Rotterdamsche Bankvereeniging.

tance suivant les pays, par exemple très grave pour l'Autriche ou l'Allemagne, il l'est un peu moins pour la Pologne, l'Italie ou la Tchéco-Slovaquie. Nous avons vu que le remède automatique que l'école classique avait prévu contre la perte au change n'avait pas joué. Il nous en faut voir les conséquences.

De bons esprits s'imaginent qu'il n'y a pas lieu de tenir compte de cet inconvénient. Les changes ne sont pas à la parité de pouvoir d'achat, disent-ils, cela n'a aucune espèce d'importance, ils n'y étaient déjà pas avant la guerre : les prix étaient beaucoup plus élevés dans les pays neufs que dans les pays de vieille civilisation. Le coût de la vie était déjà beaucoup plus élevé aux États-Unis d'Amérique ou en Australie qu'en Europe, plus élevé en Europe que dans les pays d'Extrême-Orient.

Il ne faut rien exagérer : la différence entre le prix de la vie à New-York ou à Paris n'était pas très élevé. Si le luxe coûtait plus cher dans la grande ville américaine, le prix des objets ordinaires faits en série était très bas, les transports étaient très bon marché. L'on pouvait transformer en dollars sa fortune et aller vivre à New-York ; l'on n'y dépensait pas plus qu'à Paris. On se rendait donc à peine compte de la perte au change que l'on subissait, tant elle était faible. De plus cette différence des prix pouvait alors ne pas gêner le commerce international. Elle existait entre pays très éloignés, sans relations très suivies, et échangeant entre eux des marchandises de natures très diverses. Justement à cause de la diversité des produits échangés on ne s'en rendait pas compte. En échangeant des parfums de luxe contre du caoutchouc brésilien ou du riz chinois, comment Paris pouvait-il

s'apercevoir que les changes n'étaient pas à la parité de pouvoir d'achat. On n'aurait pu s'en rendre compte que si, sur notre territoire même, nous avions produit et vendu ces mêmes produits exotiques à un cours différent. Les marchandises non spéciales à un pays, celles que l'on trouve sous tous les climats, la houille, la fonte, ou même le blé, s'offraient sur les marchés internationaux à un prix sensiblement égal, d'où qu'ils viennent.

La situation est tout à fait différente à l'heure actuelle ; la différence des prix existe même entre pays très voisins produisant les mêmes marchandises ; cela crée au commerce international de très grosses difficultés. Tous les pays en souffrent, ceux dont la monnaie est dépréciée, ceux dont la monnaie est surappréciée. Donnons tout de suite un exemple de cette différence de prix en signalant qu'en novembre 1921 la fonte était offerte sur le marché de Londres aux prix suivants (1).

	Fonte Anglaise	Fonte Française	Fonte Allemande
Cleveland n° 3.	£ 5.10 s	3.7	1.16
Billetteres	7.5	6.6	2.6
Rails.	10.10	10.4	—
Toles de Navires. . . .	10.10	13.3	2.18

Autre différence entre la situation d'aujourd'hui et la situation d'avant-guerre : c'est que les différences de prix ont

1. Voir *Bulletin Quotidien de la Société d'Informations Économiques* du 23 novembre 1921 : « Le marché du fer en Grande-Bretagne », et l'*Iron and Coll Trade Review* du 18 novembre 1921.

maintenant une importance considérable. La statistique que nous venons de citer suffit à le prouver. Ainsi il se peut bien que jadis l'inconvénient d'avoir des cours des changes assez éloignés de la parité de pouvoir d'achat n'ait pas ému les économistes. Aujourd'hui, c'est un inconvénient très grave et que l'on ne peut pas ignorer.

D'autres personnes prétendent que c'est un avantage pour un pays d'avoir une monnaie dépréciée au-dessous de la parité de pouvoir d'achat. C'est une idée qui s'est développée cette année dans certains milieux industriels français, et même qui a paru inspirer certains discours officiels. Bien des gens se sont émerveillés de voir avec quelle adresse l'Allemagne a cette année simulé une faillite totale afin d'échapper au châtimement de ses forfaits, faillite purement monétaire, car loin d'en souffrir, dit-on, l'Allemagne est protégée par la dépréciation de sa devise. C'est à cette dépréciation qu'elle doit d'avoir peu souffert de la crise économique de 1920-1921, et de voir le chiffre de ses exportations s'accroître tous les jours. La chute du mark a provoqué toute l'année des commandes étrangères qui ont permis aux industries allemandes de travailler sans arrêt, tandis qu'au contraire les industries des pays voisins étaient réduites au chômage. Il n'a pas manqué de voix en France pour demander que nous adoptions la même politique et que nous obtenions une nouvelle dépréciation du franc au moyen d'une nouvelle émission de billets. Le parti des inflationnistes n'a pas eu gain de cause cependant, et en raisonnant, on doit se convaincre qu'un pays ne gagne rien à déprécier sa monnaie.

L'Allemagne sait très bien en effet qu'elle-même n'y gagne

pas. Précisons bien que ce qui nous intéresse ici c'est toute baisse de la valeur d'une monnaie sur le marché des changes non pas au-dessous des anciens pairs métalliques, mais bien au-dessous de la parité actuelle de pouvoir d'achat. C'est dans ce cas seulement qu'il y a perte au change, et qu'il y a prime à l'exportation. Lorsque nous emploierons le mot dépréciation cela voudra dire dorénavant : dépréciation de la monnaie au-dessous de la parité de pouvoir d'achat.

Que la perte au change de sa monnaie soit néfaste à un État, c'est un fait certain. Les commerçants ne s'en rendent guère compte et chacun d'eux peut parfois y trouver personnellement avantage. Les exportateurs touchent, dit-on, une prime supplémentaire, et si les importateurs paient un peu trop cher les devises qu'ils achètent, ils se rattrapent en élevant un peu les prix de vente. Il est fort possible que chaque commerçant souffre peu de la perte au change, cela n'empêche pas que c'est une source considérable d'appauvrissement pour l'ensemble du pays. L'Allemagne se rend compte qu'à cause de son change déprécié, une nuée d'étrangers s'est répandue sur son territoire pour y acheter à un prix dérisoire tout ce qu'ils peuvent. Cela fait marcher le commerce allemand, mais cela ruine l'Allemagne qui livre ainsi à bas prix tout ce qu'elle possède. L'Autriche en a souffert plus encore. Les chercheurs d'or pullulent chez elle, avides d'acheter n'importe quoi, des mines ou des collections d'œuvres d'art, des forêts ou des usines ou même les palais de l'ancienne monarchie. Ou bien ils importent en Autriche des matières premières qu'ils destinent à la réexportation après transformation. La main-d'œuvre autrichienne est certainement aujourd'hui en Europe celle qui coûte le moins cher.

Ainsi, si l'Autriche travaille, elle ne peut pas cependant se refaire un capital important. Elle liquide tout ce qu'elle possède à des prix en or ridiculement bas. L'Allemagne se plaint fréquemment de cette perte au change et le désigne de mots très significatifs : « Entgüterung » ou « Ausverkauf » voulant dire par là que, pour se procurer des capitaux en or, elle doit vendre à bas prix tout ce qu'elle peut, et que cette exportation la dépouille, sans contre-partie de même valeur, d'une grande partie de ses biens.

Remarquons même que cette perte au change agit sur la balance des comptes en l'empêchant de revenir à l'équilibre. En effet, quand bien même un pays a exporté une plus grande quantité de marchandises, ces exportations étant livrées à un prix très bas, le déficit de la balance du commerce, établi non pas d'après les quantités mais d'après les prix, se maintiendra. En un mot pour arriver à l'équilibre, un pays à change déprécié doit vendre plus de marchandises qu'il n'en achète.

Mais dit-on, les commerçants bénéficient d'une prime à l'exportation. On a abusé de cette idée en 1921. Il s'agit de la mettre au point. Nous devons d'abord dire que ce mot peut être employé dans plusieurs acceptions. Lorsque l'on dit que le change déprécié donne une prime à l'exportation, on peut d'abord vouloir dire que chaque commerçant touche un prix en monnaie nationale supérieur à celui qu'il aurait touché s'il avait vendu à ses compatriotes. Il se peut que cette hypothèse se réalise, si le commerçant a vendu en monnaie étrangère au prix pratiqué par le commerçant du pays où il vend. Prenons un exemple : en novembre 1921, les verres à boire d'origine tchéco-slovaque arrivaient sur le mar-

ché de Londres, prix de transport et droits de douane compris, au prix de 10 shillings 4 pence, alors que ceux d'origine anglaise étaient vendus 25 shillings. Le commerçant tchéco-slovaque s'il avait vendu au prix anglais, 27 shillings, aurait touché une prime considérable. On pourrait citer de multiples exemples semblables pour tous les autres produits.

Il se peut encore que les commerçants touchent une prime dans un autre cas, celui où le change d'une monnaie est non plus stabilisé au-dessous de la parité de pouvoir d'achat, mais où il est *en mouvement* vers une dépréciation plus forte. Le commerçant a vendu à terme en une monnaie étrangère, à un prix quelconque, mais au prix habituel pratiqué dans le pays à change déprécié. A la condition qu'entre le jour de la vente et le jour de l'échéance leur monnaie nationale se déprécie encore, le jour de l'échéance l'exportateur, transformant la monnaie étrangère qu'il vient de toucher en monnaie nationale, touchera plus qu'il n'avait espéré au moment du contrat. Par exemple un Français a vendu en Angleterre du sucre à 156 francs le quintal, ou plutôt au prix équivalent en livres sterling de 156 francs c'est-à-dire £ 3, en supposant que la livre vaille au jour de l'échéance 52 francs. Un mois après, la livre vaut 55 francs, l'exportateur touchera 3 livres, c'est-à-dire 165 francs. Il a touché une prime. Le change en voie de dépréciation donne donc une prime à l'exportateur qui a vendu à terme et en monnaie étrangère. Le change déprécié donne la même prime à l'exportateur s'il a vendu aux prix pratiqués par ses concurrents étrangers, et non à ceux que lui-même pratique sur le marché national.

Mais on doit dire que ces cas de primes payées à l'expor-

tateur sont rares. Habituellement lorsqu'on dit que le change déprécié est une prime à l'exportation on veut dire non pas qu'il donne une prime à l'exportateur, mais on veut dire qu'il agit comme une prime à l'exportation en facilitant la vente à l'étranger. Il est une prime aux achats étrangers touchée par les acheteurs étrangers. Voici comment en effet les choses se produisent normalement. Les grosses firmes commerciales sont représentées dans chaque pays par des succursales qui vendent dans la monnaie du pays où elles se trouvent. Si ces grandes firmes appartiennent à un pays à change déprécié, il est évident qu'elles produisent à un coût de revient bien inférieur à celui de leurs concurrents d'un pays à monnaie appréciée. Elles peuvent donc faire des offres à un coût naturellement inférieur. Quelquefois elles vendront à un prix supérieur à celui qu'elles pratiquent sur le marché national. Le plus souvent le prix qu'elles demanderont sera simplement la traduction en une monnaie étrangère des prix intérieurs. Reprenons l'exemple cité plus haut : l'industriel tchéco-slovaque en fait se gardera bien la plupart du temps de vendre ses verres 27 shillings, il les vendra 10 shillings 4 pence, ce qui est la traduction en monnaie anglaise du prix intérieur tchéco-slovaque.

D'une façon normale donc le change déprécié n'est pas un bénéfice pour les commerçants. Ils n'y gagnent rien d'autre qu'un afflux de commandes. De même que les touristes, les hommes d'affaires étrangers veulent profiter des bas prix du pays à change déprécié, et ce sont eux qui touchent la prime due au change. Il y a là un remède au chômage, à l'arrêt des affaires, à la crise économique, il n'y a pas là cause d'enrichissement général pour les pays à change déprécié.

Mais nous avons vu que dans certains cas, la prime à l'exportation était effectivement touchée par l'exportateur. C'est vrai, mais il est intéressant de savoir qui la lui paie. Ne nous y trompons pas : celui qui la lui paie, c'est la victime de la dépréciation du change, c'est l'importateur et le groupe immense des consommateurs nationaux sur lesquels l'importateur a répercuté cette dépense imprévue.

En fin de compte il nous apparaîtra donc qu'un pays perd toujours à voir sa monnaie tomber sur le marché des changes au-dessous de la parité de pouvoir d'achat ; c'est une source de dépouillement constant. Lorsqu'elle se produit, le pays qui en est victime livre à vil prix les produits de son travail et de son épargne. C'est, dans le mauvais sens du mot, une exploitation.

Devons-nous croire que les pays à change apprécié y gagnent beaucoup ? Nous n'étonnerons personne en répondant : non. Depuis un an tous les journaux économiques, tous les discours sont pleins d'amères réflexions sur le « dumping de change », par quelque pays qu'il soit pratiqué. Tous les pays depuis un an viennent de s'entourer de fortes barrières douanières. La France, l'Angleterre, la Belgique à son tour cherchent à se protéger contre la concurrence des pays à change déprécié.

L'Angleterre est le pays qui semble avoir le plus souffert de ce dumping. Notre pays aussi a souffert du dumping allemand, mais assez peu car notre production est assez différente de la production allemande. L'Angleterre en a souffert beaucoup plus que nous, car elle a eu à souffrir de la concurrence non pas seulement allemande mais aussi française ou belge. C'est la concurrence allemande qui l'a surtout

incommodée parce que la production anglaise est analogue à la production allemande. Cela peut en partie expliquer l'intérêt que le gouvernement anglais attache au relèvement du change allemand, et les efforts que fait l'Angleterre pour atténuer les charges imposées à l'Allemagne par le traité de Versailles.

Le remède employé par les Etats pour combattre le dumping des pays à change déprécié n'a pas eu grand succès. En fait, si l'on voulait faire disparaître le dumping de change grâce aux barrières douanières, il faudrait sans cesse modifier celles-ci, car l'élévation des tarifs douaniers protège bien un moment, mais son influence cesse si la dépréciation de la monnaie étrangère instable s'accroît. De plus l'élévation des tarifs douaniers a l'inconvénient de retarder la reprise du commerce international normal.

Résumons donc cette longue étude sur les inconvénients de la désorganisation du marché des changes.

L'instabilité des cours gêne le commerce (en empêchant les ventes à terme auxquelles avant la guerre le commerce international était accoutumé. Elle a surtout le grand défaut de laisser craindre une dépréciation ultérieure plus importante et à cause de cela empêche le placement des grands emprunts qu'il serait nécessaire d'émettre à l'étranger pour faire disparaître le déficit de la balance des comptes.

La perte au change d'une monnaie aboutit à un dépouillement permanent des pays à change déprécié, qu'elle pousse à vendre à des prix trop bas toutes les marchandises qu'ils possèdent.

CHAPITRE III

LES REMÈDES PROPOSÉS

Il nous faut maintenant examiner quels remèdes ont été proposés, pour faire disparaître cette situation anormale.

Nous verrons dans un prochain chapitre les remèdes ayant trait à une réorganisation du marché international. Il nous faut exposer ici les remèdes intérieurs sur lesquels chaque Etat peut compter. On cherche à rétablir l'étalon-or, mais pour y arriver, il y a deux moyens possibles : la déflation ou la stabilisation à une nouvelle parité.

On a longtemps espéré le retour aux anciens pairs métalliques, au moyen de la déflation. Il semble bien que de jour en jour le nombre des déflationistes décroît. De plus en plus on songe à conserver au franc sa valeur actuelle, en stabilisant son change.

La déflation est le remède qui fut le plus en vogue en 1920, au temps où, dans tous les pays, les rapports des experts monétaires accusaient l'inflation d'être cause de tous nos maux. On espérait alors que par un procédé inverse, les Etats rembourseraient aux banques d'émission tout ce qu'elles leur avaient avancé, et que celles-ci détruiraient une quantité égale de billets.

La disparition de ceux-ci amènerait une baisse progressive des prix, et finalement on arriverait à une circulation à peu

près égale à celle d'avant-guerre. Le billet alors redeviendrait remboursable en or, et notre change serait de nouveau protégé par les gold-points.

La déflation reste la doctrine officielle de l'État français. Au mois de février 1921, le ministre des Finances, M. Doumer s'est avoué dans une discussion parlementaire qui fit du bruit, partisan de la déflation (1). Sans doute on ne croit plus à la fiction, qui dura toute la guerre, d'après laquelle il n'y a aucune espèce de différence de valeur entre le billet de 20 francs et le louis d'or. On sait qu'ils ne sont pas identiques. On distingue franc-papier et franc-or. Mais on espère qu'un jour ces deux valeurs pourront de nouveau se confondre. C'est dans cet esprit que l'État français a passé depuis deux ans avec la Banque de France plusieurs conventions qui ne furent pas toutes suivies de réalisations, mais qui toutes attestent que l'État français reste déflationiste. Depuis un an l'Etat français a tenu sa promesse. Les avances de la Banque de France ont été remboursées en partie. Il a même paru que depuis le début de 1921 le rythme de la déflation s'accélérait.

Nous devons nous demander si cette politique est bien prudente. Non, nous ne sommes point déflationistes, nous croyons la déflation dangereuse, et jusqu'à un certain point inefficace pour le but que nous nous proposons : la stabilité des changes.

Dangereuse d'abord : supposons une minute que la défla-

1. Voir discours Pierre Forgeot et réplique Doumer. *J. O.*, du 20 janvier 1921.

M. Pierre Forgeot : « Or, quand on aura demain, après-demain, aussitôt qu'on le pourra, levé le cours forcé du billet de Banque... »

M. Doumer ministre des Finances : « Vous avez pleinement raison dans vos explications. »

tion puisse s'accroître ; nous en doutons quelque peu, car il nous semble que l'État ne pourrait rembourser la Banque de France que grâce à des excédents budgétaires, et jusqu'à présent nos budgets, hélas ! tendent à se régler par des déficits. Mais nous pouvons, mettant les choses au mieux, supposer l'État français capable d'opérer le remboursement graduel des avances faites par la Banque de France. Voyons un peu ce qui se passerait dans ce cas.

1° Il est probable qu'une déflation trop rapide entraînerait la faillite de l'État. Il est très certain que le jour où les prix seraient revenus à leur niveau d'avant-guerre, les impôts rapporteraient au Trésor beaucoup moins qu'aujourd'hui. Les dépenses courantes de l'État lui coûteraient moins cher. Mais le poids énorme de la dette consolidée pèserait sur les finances et les écraserait. Pensons aux budgets d'avant-guerre : 6 milliards ; certainement pendant la guerre la France ne s'est pas enrichie, la matière imposable n'est donc pas plus étendue qu'avant la guerre ; on peut cependant supposer que le contribuable pourrait supporter une charge double de celle de 1914 : 12 milliards. Mais 12 milliards c'est justement ce que nous coûte annuellement le paiement des intérêts de notre dette. Ainsi nos budgets de la période où la déflation serait un fait accompli pourraient juste assurer le paiement des intérêts de notre dette. Resteraient à couvrir les dépenses courantes ; comment le seraient-elles ? Mystère.

Les déflationnistes croient pouvoir objecter ici que la déflation serait lente et que tout le temps qu'elle durerait l'État pourrait amortir une grande partie de sa dette. Nous doutons que l'État s'impose jamais un effort pareil, qui serait chaque

année plus difficile à supporter. Et puis remarquons que cela risquerait de retarder considérablement le retour à la stabilité monétaire. On espère d'une façon générale que la déflation ne durerait pas plus d'une quinzaine d'années. Les conventions avec la Banque de France en font foi puisque par celles-ci l'État s'engage à rembourser les 26 milliards avancés, à raison de deux milliards par an. Il est bien certain que l'État français ne peut pas en quinze ans amortir toute sa dette. On court donc le risque ou bien de ralentir indéfiniment la déflation et de retarder le retour à la parité entre le papier et l'or, ou bien de provoquer la faillite partielle de l'État.

Nous avons calculé comme si cette faillite ne devait être menaçante que le jour où la déflation serait totale, mais en réalité cette faillite serait à craindre bien avant. En fait, le poids de la dette deviendrait de plus en plus lourd et de plus en plus difficile à rembourser au fur et à mesure que les prix redeviendraient au niveau d'avant-guerre. La déflation ne s'achèverait pas.

2° L'État ne serait pas seul à faire faillite : la déflation gênerait tous les débiteurs de sommes d'argent, tous les détenteurs de stocks. Les débiteurs seraient tenus, par la déflation, de verser à leurs créanciers des sommes ayant un pouvoir d'achat bien supérieur à celles qu'ils ont reçues, et ils auraient beaucoup plus de peine à se les procurer. Les détenteurs de stocks devraient vendre à des prix inférieurs à ceux auxquels ils ont acheté. Les commerçants seraient en permanence obligés de vendre à des prix beaucoup plus bas que ceux qu'ils espéraient. Sans doute ces prix leur laisseraient

une certaine marge de bénéfices, car malgré tout, les prix de vente resteraient supérieurs aux prix d'achat, mais ces bénéfices seraient atténués.

L'année dernière, au temps où l'on croyait à la vague de baisse, on se préoccupa de la répercussion de celle-ci sur le commerce, et certaines personnes prétendirent que les commerçants ne pourraient en souffrir, car ils n'avaient qu'à vendre aux prix de remplacement. On entendait par là les prix que les commerçants doivent payer pour reconstituer leur stock épuisé par les ventes successives à la clientèle. Les prix de remplacement en période de déflation seraient naturellement beaucoup plus bas que les prix mêmes des choses que les commerçants ont en magasin à un moment donné, après les avoir achetées quelques mois ou quelques semaines avant. Il est certain que la vente aux prix de remplacement serait possible, surtout aux commerçants qui font du commerce pendant une très longue période ; mais tout de même, elle fait renoncer le commerçant à une certaine part de son bénéfice, inconvénient qu'il pourrait rattraper par le grand nombre des affaires conclues. Cependant il y a un danger qui reste la plupart du temps. Il y a des dépenses commerciales qui se font une fois pour toutes et ne se renouvellent pas, ce sont les dépenses de premier établissement.

L'industriel aura besoin d'acheter une mine ou une usine, ou bien de faire construire un atelier, ou bien d'acheter un fonds de commerce. Si l'on se représente que pour créer son entreprise tout industriel emprunte des capitaux, on doit se demander comment il fera pour amortir ceux-ci pendant la durée de l'exploitation. La valeur en francs de son usine ou de sa mine baissera ; le chiffre de sa dette, lui, ne bais-

sera pas. Où donc prendra-t-il l'argent pour rembourser ?

Ainsi donc la déflation provoquerait des faillites nombreuses, et ferait durer la crise commerciale.

3° Ajoutons encore que la déflation aurait au point de vue social un rôle néfaste. Il est absolument certain qu'elle nécessiterait une réadaptation permanente des salaires. Ceux-ci en effet ne pourraient se maintenir à des taux aussi élevés qu'aujourd'hui, ils devraient baisser en même temps que le coût de la vie. Sinon, on doit dire que malgré tous les efforts la baisse des prix ne serait pas possible, le prix de toute chose étant trop dépendant des salaires. Croit-on que cette baisse des salaires pourrait se produire sans troubles sociaux, sans résistance syndicale ? Non certainement. Les seules périodes favorables pour tenter une baisse des salaires sont les périodes de crise économique, où les ouvriers n'ayant le choix qu'entre le chômage et la baisse des salaires, préfèrent tout de même accepter cette dernière alternative.

On a cependant vu à quelles difficultés la baisse des salaires s'est heurtée en 1921 en pleine crise. Le souvenir des grèves des industries textiles du Nord ou des grèves des mineurs anglais, n'a pas encore eu le temps de s'effacer. Que l'on se représente les troubles sociaux permanents que des baisses des salaires répétées pendant vingt ans produiraient. Il est difficile de les envisager sans certaines craintes. Au surplus, l'on doit se demander si les conséquences sociales de la déflation seraient bien justifiées et raisonnables. L'inflation a ruiné les rentiers, et favorisé les hommes audacieux et entreprenants qui ont dirigé la production pendant tout le temps qu'a duré la guerre. La déflation produirait

le résultat contraire. Elle serait une faveur faite aux rentiers. Ce serait une justice si elle rendait aux rentiers d'avant la guerre ce que l'inflation leur a fait perdre. Mais il ne serait pas possible de distinguer entre les rentiers d'avant-guerre et les individus qui doivent leur fortune aux circonstances anormales créées par la période des hostilités. La déflation serait une consolidation des anciennes fortunes contre lesquelles nous n'avons point d'animosité, mais aussi et surtout des fortunes hâtives nées entre 1914 et 1920, qu'une littérature abondante s'acharne aujourd'hui à flétrir avec quelque justice (1).

1. Nous savons bien que la déflation n'indique qu'un principe général d'action, et qu'en pratique la déflation apparaît à certains esprits comme susceptible de quelques atténuations. C'est ainsi qu'un auteur : M. R. Hofman, propose que les Etats se reconnaissent simplement débiteurs d'une somme de monnaies or égale à celle qu'ils ont empruntée. Les dettes de guerre seraient donc remboursées en monnaies dépréciées puisqu'elles ont été émises en monnaies dépréciées. L'Etat rembourserait en monnaies d'or une valeur égale à celle qu'il a reçue. Comment savoir quelle valeur or l'Etat a reçue lors de ses emprunts de guerre ? c'est bien simple. Il n'y a qu'à convertir en monnaie d'or, soit en dollars, ou en francs suisses, toutes les sommes que les Etats en guerre ont reçues à l'émission de chaque emprunt, et à faire cette conversion d'après le cours des monnaies de papier sur le marché des changes de Zurich ou de New-York au moment de l'émission de l'emprunt.

Ce système n'est équitable qu'en apparence. D'abord parce qu'il défavorise les pays dont le change a été stabilisé pendant la guerre. Leur monnaie en effet se trouvait sur le marché des changes à un cours voisin de la parité métallique, alors que cependant à l'intérieur du pays, cette monnaie était déjà dépréciée de moitié ou des deux tiers. Le cours des changes est donc une base mauvaise pour calculer la dépréciation des monnaies. De plus, pour être juste, ce système

Il nous faut avouer que depuis quelque temps, on présente la déflation sous une autre forme. Bien des gens, appliquant jusqu'au bout la théorie quantitative de la monnaie, vont prétendant que l'on pourrait revenir aux prix d'avant-guerre sans diminuer le chiffre des billets en circulation. Le mouvement des prix, disent-ils, est déterminé par l'offre et par la demande de monnaie. Sans réduire l'offre de monnaie, l'on pourrait revenir aux prix d'avant-guerre, en augmentant la demande. Et pour augmenter la demande, il y a un moyen bien simple : il n'y a qu'à augmenter le mouvement des affaires, accroître la production. Voyez, dit-on, ce qui s'est toujours produit après les grosses périodes d'inflation, en Angleterre après 1815, en Amérique après la guerre de Sécession. Ce n'est pas au moyen d'une diminution du

devrait être appliqué aussi bien aux dettes commerciales qu'aux dettes d'Etat, ce qui serait singulièrement plus difficile.

Et puis, pour en finir avec cette idée un peu audacieuse, remarquons que la fortune mobilière étant très vagabonde il est douteux que la mesure préconisée par M. R. Hofman réalise le but qu'elle s'était proposé : une discrimination entre les créanciers d'avant-guerre et les créanciers qui ont avancé de la monnaie dépréciée. Depuis deux ans les titres de rentes ont changé de mains souvent, et il se peut très bien que la faveur faite aux anciens titres d'avant 1914, par exemple notre ancien 3 % profite non pas aux anciens créanciers, mais bien à d'audacieux nouveaux riches ayant acheté ces titres 3 % seulement depuis la guerre, pendant la période de leur dépréciation. L'idéal de justice poursuivi par M. R. Hofman ne serait donc pas atteint.

Vain rêve que celui de cette discrimination entre créances d'avant 1914 et créances récentes. L'accusation que nous avons portée contre la déflation, disant qu'elle serait la consécration des fortunes de guerre, reste donc vraie.

montant de papier-monnaie en circulation que l'on est revenu aux anciens prix, c'est grâce à une reprise très rapide de la production.

La déflation ne nous sourit pas plus sous ce masque. Ce n'est pas à la diminution de la circulation en elle-même que nous nous attaquons, c'est à la chute des prix, quelle que soit la méthode employée pour y arriver. Il y a peut-être une petite illusion d'ailleurs à croire que la chute des prix aiderait à une reprise rapide de la production. Tout ce qui diminue la croyance des commerçants en des bénéfices élevés, — et la chute des prix joue ce rôle — tend à décourager les producteurs.

Nous croyons au contraire qu'il ne faut pas chercher à réduire les prix.

Nous croyons même que si d'une façon ou d'une autre on cherchait à les réduire, le commerce se défendrait et ferait son possible pour faire échouer cette tentative. La monnaie n'est pas une marchandise pour laquelle existe une demande spéciale (1) ; elle possède des succédanés. Plutôt que de laisser baisser les prix, on utiliserait davantage les instruments de compensation, comme cela s'est produit en Angleterre, quand l'Act de 1844 eut créé une disette de billets de banque. M. Gide estimait dans son mémoire adressé à la conférence de Bruxelles que la circulation française

1. Voir les articles de M. Mongin : « Des changements de valeur de la monnaie » et « De l'abondance de la monnaie métallique » dans la *Revue d'économie politique* de 1887 et 1888.

Voir aussi un article de M. Nogaro : « L'expérience Limétalliste du XIX^e siècle, et la théorie quantitative de la monnaie » dans la même revue (année 1908).

devrait se stabiliser à vingt milliards de francs. Nous nous garderons d'avancer un chiffre quelconque, mais, comme lui, nous croyons vain et dangereux d'espérer un retour aux chiffres d'avant-guerre, tant pour la circulation que pour les prix.

4° Enfin nous devons dire que, même en mettant les choses au mieux, même si la déflation avait lieu, elle ne nous paraît pas devoir être immédiatement efficace.

Rappelons ce que nous avons dit plus haut : la dépréciation d'une monnaie sur le marché des changes n'est pas solidaire de sa dépréciation intérieure. Le cours d'une monnaie qui n'a plus de lien avec l'étalon international, l'or par exemple, varie et oscille indépendamment de son pouvoir d'achat intérieur. Ce qu'il faut rétablir pour ramener une monnaie au pair, et arrêter les oscillations des cours de son change, ce sont les gold-points. Il est donc à prévoir que, tout le temps que la déflation durerait, les cours resteraient instables. Ils ne seraient stabilisés qu'à la fin de la déflation, au moment où la monnaie étant remboursable en or, et l'or étant exportable, les gold-points seraient rétablis. Jusqu'à cette date, les inconvénients actuels du marché des changes subsisteraient : la perte au change, les oscillations des cours. Ainsi donc la déflation serait un déplorable système, reculant beaucoup trop la stabilisation des changes.

Nous parlerons avec beaucoup moins de sévérité de l'autre remède, celui qui consiste à consacrer la différence existant à l'heure actuelle entre le franc d'avant la guerre et le franc de papier d'aujourd'hui. Nous laisserons à ce système le nom de « dévaluation » qui lui a déjà été souvent donné. Il consis-

terait en une mesure législative rétablissant la libre exportation de l'or, et modifiant la teneur du franc, déclarant par exemple que le gramme d'or au lieu de valoir 3 fr. 44, vaudrait 7 ou 8 francs. La mutation monétaire serait ainsi officiellement consommée.

Cette idée a été attaquée à l'aide d'arguments un peu simplistes; on l'a appelée le « défaillisme monétaire », on a prétendu qu'elle était la solution des peuples faibles et qu'elle était indigne de notre pays (1). Ces arguments purement sentimentaux n'ont pas beaucoup ému les partisans de la dévaluation. Le nombre de ceux-ci s'est développé de plus en plus et ils ont affirmé leur conviction avec une hardiesse croissante. Si, au moment où le professeur Cassel (2) émit cette idée, elle eut peu de succès, nous croyons voir qu'à l'heure actuelle elle tend à recueillir la majorité des suffrages. C'est elle qu'a défendue M. Bokanowski dans sa brochure sur la stabilisation du franc, c'est à elle que se sont déjà ralliés les spécialistes des questions monétaires, notamment M. Nogaro en France et M. J.-M. Keynes en Angleterre (3).

Nous croyons que tôt ou tard la dévaluation s'imposera, mais qu'à l'heure actuelle, faite à la légère, elle pourrait être excessivement dangereuse pour les pays dont la mon-

1. Voir la revue financière du journal *les Débats* du 2 novembre 1921, et les articles de M. Arthur Raffalovich dans le *Journal des Economistes* des 15 mars et 15 avril 1921.

2. Voir la mémoire adressée par le professeur Cassel à la Conférence de Bruxelles, rapport n° 13.

3. On trouvera ce à sujet un article de M. Nogaro dans *l'Action nationale* de juin 1920, paru sous le titre « Pouvons-nous stabiliser nos changes ? » M. Keynes, de son côté, a exposé ses idées à ce sujet dans le *Manchester Guardian* du 6 avril 1922.

naie perd au change. Nous verrons tout à l'heure pourquoi.

La dévaluation peut se pratiquer de plusieurs façons : il se peut tout d'abord que l'on supprime radicalement la monnaie existant à l'heure actuelle, et qu'on la remplace par une monnaie nouvelle remboursable en or. Un acte législatif fixerait le taux auquel serait reprise, par l'institut d'émission, l'ancienne monnaie. Ce prix servirait aussi à évaluer en monnaie nouvelle, les anciennes dettes et créances contractées en monnaie dépréciée. Il se peut encore que l'on maintienne en circulation les monnaies existantes et que l'on ne crée pas d'autre monnaie, mais qu'on laisse circuler dans le public les anciennes pièces d'or contre lesquelles nos billets seraient remboursables à un cours différent de celui d'avant-guerre. Il se peut encore, et c'est là le système que nous avons vu fonctionner en Argentine, que l'on réserve l'or au commerce extérieur et que l'on maintienne dans le pays une circulation de papier. Le papier s'échangerait contre l'or à un cours déterminé. C'est ce qui constitue le système du « Gold-Exchange-Standard ».

La dévaluation n'encourt aucun des reproches de la déflation. Elle n'est pas injuste au point de vue social, elle ne favorise pas une classe au détriment d'une autre, elle ne fait que consacrer une situation acquise. Au point de vue économique, elle donnerait un résultat immédiat pour la stabilisation des changes. On ne peut pas lui reprocher notamment d'empêcher l'assainissement de la circulation. Celle-ci pourrait être assainie en ce sens que les émissions de billets de la Banque de France au lieu d'avoir comme contre-partie des avances à long terme à l'Etat pourraient s'appuyer sur des créances commerciales.

C'est donc en somme une réforme qui n'aurait que des avantages ; mais on doit se demander si, dans les circonstances actuelles elle est bien possible.

L'expérience en effet nous prouve que pour réussir, une réforme de ce genre exige plusieurs conditions dont quelques-unes ne dépendent pas de la volonté de ceux qui la tentent. Parmi ces conditions, trois ont toujours paru fondamentales :

1° Il faut que toute inflation cesse ;

2° Il faut que la balance des comptes soit équilibrée ;

3° Il faut que le nouveau cours légal des changes entre le papier et l'or soit fixé d'après le change de cette monnaie de papier avec une monnaie d'or, que ce cours soit égal ou même légèrement inférieur au cours pratiqué sur le marché des changes. Une dépréciation ne peut servir en principe à améliorer le cours des changes. Elle ne peut servir qu'à le stabiliser.

Il nous faut examiner avec soin ces trois conditions, nous finirons par nous convaincre de leur bien fondé.

D'abord une dévaluation ne peut être pratiquée que si toute inflation a cessé. Nous savons en effet que ce système consiste à former une réserve d'or qui sert à financer le commerce extérieur. Cet or est exportable, et si le cours du change de la monnaie de papier circulant à l'intérieur devenait défavorable, on paierait l'étranger avec de l'or plutôt qu'avec du papier. Si l'inflation à l'intérieur du pays continuait à sévir, il est probable qu'une hausse très forte des prix intérieurs provoquerait une diminution des exportations, un accroissement des importations, c'est-à-dire un déséquilibre de la balance des comptes et une disparition du stock d'or accumulé pour jouer le rôle de Gold Point.

De cette idée que la dévaluation est interdite aux peuples se livrant encore à l'inflation nous concluerons qu'elle n'est pas praticable par les peuples de l'Europe Centrale, Autriche, Allemagne et Pologne qui en ont le plus besoin (1).

Voici maintenant qui est plus important. La deuxième condition pour qu'une dévaluation réussisse, c'est que la balance des comptes du pays qui la tente soit équilibrée. Il est facile de comprendre pourquoi : si la balance des comptes n'est pas équilibrée, on n'exportera pas de l'or très longtemps parce que le stock d'or sera très vite épuisé. Et alors la cause de stabilisation sera disparue.

Cela est parfaitement confirmé par l'expérience. Prenons les exemples connus de stabilisation des changes par voie de dévaluation, on peut voir qu'ils n'ont réussi que si la balance des comptes était équilibrée ou favorable. Avant la réforme

1. Nous irons jusqu'à nous demander si elle est très possible à notre pays. Nous n'en sommes pas très sûrs. Sans doute à l'heure actuelle la politique de l'État français semble absolument opposée à toute inflation. Sans doute la déflation semble même commencée, comme nous le disions tout à l'heure. Mais quelque chose nous fait craindre une inflation nouvelle. Il ne faut pas oublier qu'à l'heure actuelle, les budgets en France ne sont pas équilibrés, et que l'État français fait encore quotidiennement appel à des émissions d'emprunts à très court terme assez fidèlement renouvelés, je veux parler des Bons de la défense nationale. Qu'arriverait-il le jour où l'on ne prêterait plus à l'État sous cette forme, le jour où au contraire les demandes de remboursement dépasseraient les apports ? L'État ne pourrait pas consolider cette dette du jour au lendemain, il ne pourrait pas demander un moratorium. Il est probable qu'il ne pourrait s'en tirer qu'en demandant à la Banque de France de lui faire d'autres avances en émettant quelques billets de plus. A la vérité, le risque n'est pas très grand et ne nous paraît pas très proche. Nous tenions seulement à ne pas le passer sous silence.

de 1898 la République Argentine (1) avait tenté en 1861 et en 1884 d'autres dévaluations qui avaient abouti à des échecs pour cette raison. De même le Brésil (2) ne put stabiliser son change par voie de dévaluation qu'en 1906 parce que grâce à un emprunt à Londres la balance des comptes brésilienne avec l'étranger était alors équilibrée.

Ceci est fondamental et va nous montrer à quelles conditions une dévaluation des monnaies européennes pourrait réussir.

La balance des comptes est équilibrée, c'est entendu, mais momentanément, et l'on sait comment. Il faudrait être aveugle pour ne pas voir que bientôt un autre élément va peser de tout son poids sur cette balance, et peut nous la rendre défavorable : c'est bientôt que nous allons être tenus de payer à l'Amérique et à l'Angleterre l'intérêt et l'amortissement des sommes que nous ont avancées pendant la guerre les trésoreries anglaise et américaine. Mais ce n'est pas tout. Nous savons comment a été comblé en 1920 et 1921 le déficit de la balance commerciale, M. Decamps, nous a révélé que c'était grâce à des avances de spéculateurs. Ces spéculateurs attendent une hausse du franc. Le jour où il deviendrait certain que le franc ne doit plus se relever, l'intérêt de cette spéculation cessant, il est probable qu'un grand nombre de ces spéculateurs demanderaient le remboursement de ces énormes avances. Le jour où l'on dévaluerait le franc de papier, les spéculateurs exigeraient donc leur remboursement. Comment

1. Voir Rosso. *La caisse de conversion argentine*, thèse Toulouse, 1912.

2. Voir Nogaro. *Op. cit.*, et un article du *Bulletin quotidien de la Société d'études et d'informations économiques* du 8 novembre 1921.

les rembourserions-nous ? Nous ne pourrions trouver rien d'autre que notre or redevenu exportable. Nous devrions exporter ce jour-là une grosse partie de notre stock d'or. On ne voit pas comment se reformerait ensuite la réserve d'or nécessaire à la stabilisation puisque notre balance des comptes est destinée à rester défavorable quelques années encore. Ainsi donc il apparaît comme certain qu'aucune dévaluation du franc ne pourra réussir, tant que notre dette commerciale n'aura pas été consolidée et tant que des émissions d'emprunt à long terme ne nous auront pas été accordées pour former une contre-partie au déficit de notre balance commerciale. La dévaluation à laquelle nous nous rallions en principe ne nous apparaît pas comme possible présentement.

Il y a encore autre chose. La dévaluation ferait courir au peuple qui la pratiquerait un danger qu'il ne faut point dissimuler. L'expérience prouve qu'une stabilisation par voie de dévaluation n'est possible qu'à la condition que l'on stabilise à un cours égal ou même légèrement inférieur à celui pratiqué sur le marché des changes. C'est ce qu'ont fait le Brésil ou l'Argentine par exemple (1).

1. Nous savons bien qu'il y a un exemple qui contredit un peu cette loi-là : c'est celui de la réforme monétaire des Indes. Le gouvernement des Indes réussit à stabiliser la roupie à 16 pence, alors que sur le marché des changes, elle ne valait que 14 pence et demi. Mais lorsqu'on examine de très près la situation des Indes en 1890, on s'aperçoit qu'il s'agissait alors d'une situation tout à fait exceptionnelle. Le change baissait malgré une balance de compte favorable. Il baissait parce que les exportateurs des Indes acceptaient en paiement des monnaies d'argent dépréciées. Il y avait un Silver Point qui empêchait la balance des comptes de jouer son rôle. Du jour où l'on supprima ce Silver Point, en suspendant la libre frappe de l'argent la

Le procédé que nous étudions en ce moment ne peut pas servir à une amélioration, mais seulement à une stabilisation du cours des changes, quelles que soient les modalités employées : caisse de conversion, centrale de devises... Disons donc bien que tant que la balance des comptes ne sera pas redevenue favorable aux pays de l'Europe Centrale, aucune stabilisation à la parité de pouvoir d'achat n'est possible. Ainsi il faudrait stabiliser au cours pratiqué sur le marché des changes, par exemple décider que la livre sterling vaudrait \$ 4,42, le franc 9 cents, les 100 marks 28 cents, les 100 couronnes 1 cent à peu près. Une pareille mesure serait navrante pour tous les peuples dont la monnaie est cotée au-dessous de la parité de pouvoir d'achat. Ce serait consacrer la perte au change de toutes ces monnaies, et condamner celles-ci à ne jamais se relever. Ce serait rendre définitifs tous les inconvénients déjà signalés d'un change très éloigné de la parité de pouvoir d'achat : les ventes ruineuses pour les pays à monnaie dépréciée, le dumping pour les pays à monnaie appréciée.

Concluons donc qu'à l'heure actuelle la dévaluation n'est ni désirable ni possible. Il faut pour la réussir prendre certaines précautions, notamment contracter auparavant un grand emprunt extérieur.

Ecartant à la fois les deux réformes intérieures préconisées : la déflation et la dévaluation, il nous faut chercher des remèdes à la situation des changes dans les réformes

balance des comptes put exercer son rôle et les cours de la roupie se relevèrent. C'est là un cas tout à fait anormal. Normalement c'est la balance des comptes qui détermine le cours du change.

non plus intérieures mais dans des réformes internationales. L'année 1920 fut année fertile en projets. L'empirisme a suggéré quelques réformes partielles qui n'ont pas pu faire disparaître tous les vices du marché des changes. Le renforcement de protectionisme a été essayé comme remède au dumping de change. La création de marchés à terme des devises a été imaginé pour protéger les commerçants contre les risques d'instabilité. L'établissement des factures en monnaie étrangère stable enfin s'est développé considérablement en Allemagne en 1921, après la grande chute du change allemand. Les commerçants espéraient ainsi se protéger contre une chute ultérieure du change allemand. Ce sont là des remèdes partiels. Ils n'offrent aucune possibilité d'amélioration de la situation générale et notamment, on doit le dire, ils ne peuvent faire disparaître le grand inconvénient du marché actuel des changes : la chute du cours des monnaies dépréciées au-dessous de la parité du pouvoir d'achat. Rien ne protège la collectivité contre l'Entgüterung, mais même vis-à-vis des inconvénients partiels auxquels ils prétendent porter remède, on peut se demander si leur action est bien efficace. Il semble bien que l'établissement des factures en monnaie étrangère non dépréciée suffise à protéger les Allemands contre une dépréciation ultérieure du mark. Mais pour les autres procédés auxquels nous venons de faire allusion, leur succès a été médiocre. L'élévation des barrières protège le pays contre le dumping du change actuel, mais le dumping du change pouvant devenir beaucoup plus grave si la dépréciation de la monnaie malade s'accroît, cette élévation des barrières douanières ne protège pas contre une aggravation de ce dumping de change. Quant à la création

de marchés à terme des devises, elle ne semble pas avoir les résultats escomptés. De semblables marchés ont été créés à Amsterdam (1) et à Anvers (2). On n'y a pas fait beaucoup d'affaires.

Il conviendrait d'aller un peu plus au fond des choses. De tous ces longs développements, concluons que le remède au mauvais fonctionnement du marché des changes ne peut être trouvé dans des réformes monétaires intérieures, du moins à l'heure actuelle. Le remède nous semble se trouver dans une politique de stabilisation des changes par voie de dévaluation des monnaies dépréciées, coïncidant avec un rétablissement de la balance des comptes au moyen d'une émission dans les pays exportateurs, d'emprunts à long terme.

Mais certains auteurs ont cru trouver un remède efficace dans l'adoption d'une monnaie de compte internationale. C'est ce projet que nous allons étudier.

1. Voir la circulaire mensuelle de la *Rotterdamsche Bankvereeigiging* de février 1921.

2. Voir un article de la *Revue économique internationale* de septembre 1920, article dû à M. Paul Hissenhoven : « La mobilisation du change et le marché à terme du change à Anvers ».

DEUXIÈME PARTIE

Étude des projets ayant en vue l'adoption d'une monnaie de compte internationale

Depuis trois ans, on parle beaucoup de monnaie de compte internationale. Le marché des changes fonctionne mal, il favorise certains Etats au détriment des autres : dans ces conditions il est naturel que reparaisse l'idée d'une suppression du marché des changes. On se demanda quelque temps si le meilleur moyen d'obtenir ce résultat ne serait pas de créer une union monétaire universelle : chaque Etat eut donné cours légal sur son territoire aux monnaies des autres Etats. Ou bien, ce qui revient au même, en aurait créé une monnaie internationale ayant cours légal dans l'ensemble des pays civilisés, une monnaie échangeable contre les différentes monnaies existantes. La création d'une monnaie internationale eut été ainsi un détour pour arriver au même résultat : taxer les unes par rapport aux autres les différentes monnaies aujourd'hui connues.

Nous verrons plus loin par qui ce projet fut présenté, et comment il fut rejeté par la Conférence interparlementaire du Commerce de juin 1920. On lui opposa que sa réalisation était rendue impossible par l'inflation à laquelle certains

Etats continuaient, et même continuent encore, de se livrer. Les pays à monnaie saine ne peuvent accepter aucun lien entre leurs propres devises et celles dont le pouvoir d'achat décroît sans cesse.

On se rabattit sur un projet plus humble, et sur lequel les discussions de la Conférence de Bruxelles s'arrêtèrent. On parla de monnaie de compte internationale, mais on en parla un peu à tort et à travers, sans bien savoir si l'on s'entendait sur la définition à donner du mot monnaie de compte.

Il nous faut essayer de préciser d'abord ce que c'est qu'une monnaie de compte aux yeux des auteurs qui ont utilisé cette expression, en quoi elle diffère d'une monnaie réelle. Puis nous verrons, en un court chapitre, ce que furent depuis un demi-siècle les projets de monnaie réelle universelle, et en quoi ils diffèrent de ceux que nous étudions.

Ce n'est qu'ensuite que nous ferons l'exposé et la critique des projets de monnaie de compte internationale.

CHAPITRE PREMIER

QU'EST-CE QU'UNE MONNAIE DE COMPTE

A lire tous les auteurs qui ont parlé de monnaie de compte, on gagne l'impression qu'ils ne sont pas bien d'accord sur le sens donné à ce mot, et même qu'ils se contredisent parfois. On dit communément que la monnaie de compte serait une simple expression monétaire, une monnaie fictive, qui ne se trouverait jamais dans la circulation, ce qui n'explique pas grand'chose. M. Leroy-Beaulieu oppose monnaie réelle et monnaie de compte : on se trouve, dit-il, en présence de celle-ci, lorsque la monnaie en circulation « n'est prise en considération que comme moyen d'évaluation et ne sert pas d'équivalent ». D'autres auteurs prétendent que la monnaie de compte serait toute monnaie basée sur un étalon fictif, M. Vissering dont le projet nous occupera tout spécialement, s'insurge contre cette explication et croit qu'une monnaie de compte peut parfaitement rester basée sur l'or ou tout autre métal précieux. Dans son discours à Bruxelles, en effet, il distingue et sépare très nettement les deux choses : d'un côté la monnaie de compte, de l'autre la monnaie basée sur un étalon fictif(1). D'autres auteurs encore ne savent même pas

1. Voir compte rendu des débats de la conférence de Bruxelles, p. 60
« C'est encore, en conséquence, une question à décider de savoir si, lorsqu'on considère cette Banco-Couronne et les unités de change de

quelle expression employer. Doit-on dire monnaie de compte ou unité de compte ?

En somme l'expression de monnaie de compte a été prise dans des sens tout à fait divers par les différents économistes. Elle est devenue une formule vague et imprécise, une sorte de manteau flottant dont on habille les choses les plus diverses. Essayons de voir un peu clair dans ce labyrinthe.

I

Il est devenu banal de dire que toute monnaie a deux fonctions : elle est à la fois étalon des valeurs et instrument des échanges. Aussi M. Leroy-Baulieu disait-il qu'il fallait considérer deux choses dans tout système monétaire : le *tertium comparationis*, le procédé d'évaluation, et d'autre part le *tertium permutationis*, l'instrument des échanges (1).

Nous pouvons adopter la même distinction que lui et individualiser dans tout système monétaire deux choses différentes et indépendantes l'une de l'autre. Le moyen d'évaluer les prix, de fixer le montant des dettes et des créances, c'est l'unité de compte. Le moyen d'effectuer les règlements, c'est la monnaie proprement dite.

même genre qui seront créées dans d'autres pays, il ne serait pas préférable de trouver un étalon fictif de valeur, présentant au point de vue théorique et au point de vue pratique une stabilité plus grande que l'or ». Cette seule phrase suffit à nous montrer qu'aux yeux de M. Vissering une monnaie de compte peut être établie, soit sur l'étalon or, soit sur un étalon fictif.

1. Voir Leroy-Beaulieu. *Traité théorique et pratique d'économie politique*, t. III, p. 100 et suivantes.

L'unité de compte, quel que soit son nom (franc, florin ou dollar) c'est l'instrument de mesure utilisé pour l'évaluation des prix. C'est quelque chose de purement abstrait, c'est un concept purement idéal comme toutes les autres unités de mensuration. De même que le mètre est l'unité de mesure des dimensions, le gramme, celle des masses, ainsi le franc est en France l'unité de mesure des valeurs. La monnaie, au contraire, c'est la représentation matérielle de l'unité de compte, c'est l'ensemble des objets que l'on peut remettre en paiement à son créancier. Elle consiste tantôt en des pièces d'un métal admis à la frappe libre, d'un métal donc dont valeur se confond avec celle de l'unité de compte et détermine celle-ci. Tantôt, au contraire, elle est formée d'objets (pièces de métal ou billets de papier) tirant leur valeur de l'estampille que leur donne l'autorité politique.

On peut très facilement distinguer les deux choses en bonne logique. Remarquons surtout qu'elles pourraient vivre l'une sans l'autre et qu'il est, par exemple, possible d'imaginer un système où, seule, l'unité de compte existerait; l'on ne pourrait trouver dans la circulation aucune monnaie à cours légal. Il n'est pas indispensable de créer de la monnaie; on peut très facilement admettre que, le prix des marchandises étant évalué ainsi que le montant des dettes et créances en une unité de compte donnée, il pourrait n'exister cependant aucun moyen de règlement à cours légal. Les paiements auraient lieu par compensation, par échange de titres de crédit.

Qu'un pareil système soit possible, cela nous semble suffisamment prouvé par un exemple: celui des banques de change du moyen âge et du xvii^e siècle. Dans les grandes villes commerçantes comme Gênes, Hambourg et Amster-

dam, il circulait normalement un grand nombre de monnaies très diverses, à la fois de poids et d'origine. La plupart de ces monnaies étaient rognées ou faibles, les mutations monétaires étaient fréquentes, et les pièces frappées avaient un poids de plus en plus léger. Cela ruinait tout commerce, et favorisait seulement les détenteurs de pièces lourdes, notamment les caissiers, qui, au lieu de les faire circuler pour leur valeur légale, les vendaient à leur cours commercial. Tout débiteur se libérait avec la dernière monnaie créée, la plus légère, alors qu'il avait reçu jadis de la monnaie plus lourde. C'était une cause d'injustices nombreuses. On résolut de remédier à l'inconvénient résultant de ces mutations, en établissant une unité de compte représentant un poids de métal déterminé, mais absolument indépendante de toute monnaie en circulation. Ainsi la banque d'Amsterdam choisit comme unité de compte le florin-banque qui contenait 220 $\frac{1}{5}$ as d'argent fin. C'était à l'origine le poids du rixdale frappé en 1608, mais qui bientôt disparut totalement, remplacé, dans la circulation, par une pièce plus faible. On venait déposer dans les caisses de la banque de l'or ou de l'argent en monnaies ou en lingots. La banque ouvrait à ces déposants un crédit en florins-banque égal au poids du métal déposé, et les autorisait à tirer des traites sur elle. Ce furent ces traites en florins-banque qui servirent de moyens de paiement pour tous les gros règlements. Elles furent surtout employées dans le commerce extérieur.

Hambourg, Gênes, Nuremberg, Venise, Barcelone, Stockholm (1) eurent de semblables banques de dépôts.

1. Ce fut même la banque de Stockholm qui prit la première en Europe l'initiative d'émettre des billets au porteur. Ajoutons que, hors

Le système réussit parfaitement. Le mark-banco, le florin-banque servirent d'unité de compte, bien que, dans la circulation il n'y ait aucune monnaie métallique à cours légal pour les représenter.

Le système des paiements en foire, utilisé par tout le moyen âge fournirait une autre preuve de cette idée : il serait possible d'établir un système monétaire sans que soit fixée la nature de la monnaie en circulation. Seule existerait l'unité de compte. Le cours légal ne serait donné à rien, il n'y aurait pas de monnaie à proprement parler.

Quand on parle de monnaie de compte, c'est précisément à un semblable système que l'on songe. Il n'y aurait qu'une unité de compte, mais pas de monnaie estampillée en circulation. L'unité de compte servirait à établir les prix. Pour opérer les règlements, on procéderait par échange de titres de crédit.

Supposons qu'un jour dans un Etat on veuille adopter un semblable système, comment faudrait-il procéder ? On choisirait une unité de compte, on la définirait par rapport à l'éta-
lon, et ce serait tout. Aucun objet ne recevrait cours légal. Peu importe quelles choses prendraient matériellement le rôle de monnaie, on laisserait aux simples particuliers le soin de créer eux-mêmes le *tertium comparationis*, les moyens

d'Europe, il y avait un pays où le billet de banque existait déjà des puis longtemps auparavant, et même ils y étaient émis bien au delà de l'encaisse métallique. La Chine connut le billet de banque dès le x^e siècle de notre ère. Voir à ce sujet l'étude très documentée, que M^e Germain Martin a présentée à l'Institut de France, sur « L'émission des billets de banque dans la Chine contemporaine » (chez Alcan, 1922).

de règlement et ce serait sans doute des titres de crédit qu'ils choisiraient pour alimenter la circulation.

Le législateur se contenterait, après avoir choisi l'unité de compte, d'organiser un office de compensation où toutes les dettes s'éteindraient, échangées les unes contre les autres. Nous disons, *le législateur...* ; remarquons qu'une monnaie de compte peut être créée sans l'intervention de l'État par une simple organisation privée, par une banque par exemple. Dans le domaine international, c'est la même chose. Ne croyons pas qu'il serait nécessaire, pour créer une monnaie de compte internationale, de faire appel à la Société des Nations. Une organisation quelconque pourrait s'en charger, une grande banque par exemple ayant de multiples succursales sur tous les points du globe. Nous croyons que ce n'est pas un petit avantage que de n'avoir pas besoin de subir les lenteurs d'un parlement international.

Un autre système peut être imaginé : De même que l'on peut concevoir une unité de compte jouant son rôle d'étalon des valeurs sans que se trouve dans la circulation aucun objet spécialement désigné comme monnaie, on peut encore imaginer un système où il existerait bien des instruments de paiement, mais qui n'auraient pas à l'égard de l'unité de compte un cours invariable.

Un semblable système a reçu aussi le nom de monnaie de compte. Lui non plus n'est plus à inventer, car il a déjà été réalisé par l'ancien régime, dans presque tous les Etats, et notamment en France.

Dans l'ancienne France, il existait une unité de compte : la livre, qui à l'origine au temps de Charlemagne avait réelle-

ment été une livre d'argent. On fixait les prix en livres, on libellait en livres tous les contrats. En face de l'unité de compte, existait une circulation métallique : des pièces étaient frappées par le roi ou les autres autorités locales (seigneurs, évêques ou municipalités) mais ces pièces ne portaient pas d'indication de valeur. Elles ne portaient qu'un nom. Il n'y avait pas de pièces d'une livre, d'une demi-livre, les pièces s'appelaient le sou d'or, le sou d'argent, le royal d'or, l'écu : et le roi fixait lui-même le cours entre l'unité de compte et les espèces métalliques. Il décidait par exemple que pour s'acquitter d'une dette d'une livre, il faudrait remettre tant d'écus d'argent, tant de sous. L'histoire de cet étrange système ne le flatte guère. Les rois de l'ancien régime abusèrent un peu de leur pouvoir absolu. Ils se livrèrent à la pratique des mutations monétaires pour s'acquitter plus facilement de leurs dettes. Celles-ci étaient libellées en livres. Délibérément dans les périodes de crise, ils « augmentèrent » les monnaies c'est-à-dire qu'ils donnèrent aux espèces un pouvoir libératoire toujours plus élevé. Telle pièce qui valait $1/10$ de livre par exemple recevait cours légal pour $1/5$ de livre. La livre de mutation en mutation ne contenait plus en 1789 que 5 grammes d'argent.

Mais il ne faut pas trop vite rejeter ce système, à cause du déplorable abus qui en a été fait historiquement. Si ce système est dangereux il peut aussi être avantageux. Il peut notamment, comme nous le verrons plus loin servir à corriger les fluctuations de la valeur du métal servant de monnaie, de façon à stabiliser l'unité de compte.

Historiquement donc, ce que l'on a appelé monnaie de

compte, ce sont les monnaies de banque, c'est d'autre part le système monétaire de l'ancien régime.

Nous pouvons donc dire que l'expression : monnaie de compte désigne tout système où l'unité de compte est indépendante des espèces en circulation, soit que la circulation ne connaisse pas d'instruments de paiement déterminés, et que les règlements aient lieu dans des offices de compensation par voie d'échange de titres de crédit, soit d'autre part qu'il y ait bien en circulation des instruments de paiement constitués par des pièces de métal, mais que l'unité de compte n'ait pas toujours le même cours par rapport à ceux-ci.

Nous regrettons de ne pas pouvoir plus préciser, mais déjà nous voyons que le nom de monnaie de compte peut être donné à deux systèmes très différents l'un de l'autre que l'on ne peut pas réunir dans une définition commune très précise.

Ce que nous venons de dire nous suffit cependant pour rejeter deux erreurs courantes au sujet de la monnaie de compte.

On dit parfois que la monnaie de compte est une monnaie purement fictive, jamais représentée dans la circulation. Nous croyons qu'il y a là une grosse erreur. On ne peut pas imaginer un système où tout moyen de paiement serait supprimé. D'une façon ou d'une autre, l'unité de compte sera toujours représentée dans la pratique. Mais ce ne sera pas par un objet déterminé, choisi spécialement à cet effet par l'autorité, et estampillé par elle, ce sera par autre chose. Les commerçants trouveront eux-mêmes une chose pouvant servir de mode de règlement, et le plus simple est de faire circuler des titres de crédit destinés à s'éteindre par compensation réciproque.

Il y aura bien dans la circulation quelque chose, et la monnaie de compte n'est pas, à proprement parler, une monnaie fictive. On ne peut pas supprimer tout moyen de paiement, on ne peut que modifier la nature de la circulation. Remplacer, par exemple, par une remise de titres de crédit destinés à mourir par compensation, les anciennes monnaies estampillées.

Il y a une autre inexactitude qui a été commise par M. Leroy-Beaulieu. Il oppose monnaie réelle et monnaie de compte, considérant que la première désigne tous les systèmes monétaires où la circulation consiste en objets admis à la frappe libre et à qui l'estampillage légal ne donne aucune valeur supplémentaire. Au contraire, dit-il, on ne se trouve en présence de la monnaie de compte que « quand la marchandise à laquelle on se réfère n'est prise en considération que comme moyen d'évaluation, et ne sert pas d'équivalent ». A la page suivante, M. Leroy-Beaulieu donne comme exemple de monnaies de compte les coquillages qui servent d'instruments d'échange chez les peuples primitifs. Cela est en contradiction avec l'idée que l'on a généralement de la monnaie de compte, car il s'agit d'un objet matériel qui a été choisi délibérément pour servir de moyen de paiement, et nous avons vu au contraire que dans les systèmes de monnaie de compte, il n'y avait aucun objet choisi pour servir de monnaie. La définition de M. Leroy-Beaulieu ne nous satisfait pas plus que son exemple, car elle ne peut pas s'appliquer au système de l'ancien régime. Il existait bien dans celui-ci une monnaie de compte et cependant « la marchandise intermédiaire » était bien l'argent ou l'or admis à la frappe libre. Avant 1914 cette définition nous aurait même obligés à

déclarer monnaies de compte toutes les pièces d'argent surtaxées par l'estampille légale, et portées à un prix bien supérieur à leur cours commercial. Enfin l'explication de M. Leroy-Baulieu ne nous permet pas de dire dans quelle catégorie l'on doit ranger les billets de Banque convertibles ou les billets à ordre payables en or. Est-ce de la monnaie réelle, ou de la monnaie de compte ? Nous ne savons pas. Devons-nous dire à un commerçant qui tire une traite sur son débiteur, ou un chèque sur sa banque, qu'il fait de la monnaie de compte ? Il serait sans doute très étonné, autant que M. Jourdain apprenant qu'il a fait de la prose toute sa vie. Mais sa surprise serait beaucoup plus justifiée : « Faire de la monnaie de compte » ne signifie rien, parce qu'à nos yeux quand on parle de monnaie de compte, on ne prend pas le mot monnaie dans son sens d'instrument de paiement, mais bien dans son sens plus général de « système monétaire » ; on ne parle pas d'instruments de paiement d'une nature spéciale, mais bien d'un système monétaire caractérisé justement par ce fait qu'il se désintéresse des objets en circulation. Nous croyons donc que M. Leroy-Beaulieu a pris un mauvais chemin en tentant de définir la monnaie de compte d'après la nature des moyens de paiement en circulation. Il a été amené ainsi à la confondre avec ce que Stanley-Jévons appelait, bien plus heureusement, la monnaie représentative.

Essayons maintenant de préciser : on peut concevoir deux systèmes différents, on peut imaginer d'abord une unité de compte définie par rapport à l'or, on peut ensuite se demander s'il ne serait pas possible d'établir une unité de compte sans aucune espèce d'étalon.

II

Qu'il soit possible d'établir un système de compte en adoptant seulement une unité de mesure, définie par un poids d'or déterminé, cela nous semble suffisamment prouvé, et nous n'y reviendrons pas. Il est facile à un organisme de crédit de refaire ce qu'ont déjà fait les Banques de change dont nous avons déjà parlé : déclarer que dorénavant l'établissement des valeurs, l'unité de compte sera un poids d'or déterminé, accepter des dépôts d'or, et promettre le remboursement à vue de tout ou partie de ce dépôt, soit au déposant lui-même, soit, sur son ordre, à toute autre personne qu'il aurait désignée.

Aucune pièce de monnaie ne se rencontrerait jamais dans la circulation pour représenter l'unité de compte ainsi choisie. Il n'y aurait aucune frappe de pièces de monnaie. Il y aurait peut-être émission de billets convertibles, mais ce n'est pas nécessaire. Une circulation de titres de crédit ou d'effets de commerce pourrait suffire.

Une banque pourrait jouer ce rôle de chambre de compensation, mais on pourrait tout aussi bien confier cette fonction à un organisme qui ne serait pas une banque, par exemple un « Clearing » puissant où seraient concentrés tous les titres de crédit destinés à être compensés.

Il n'y a dans ce système rien d'intéressant ni de nouveau. La satisfaction aux besoins de la circulation serait assurée par un procédé très connu avant la guerre, par la création de l'argent de banque. Aussi nous ne nous étonnerons pas si avant la guerre on ne donnait pas, à un semblable sys-

tème le nom de monnaie de compte. On préférerait quand on parlait des paiements en banque employer l'expression : monnaie de banque. Quant à la locution monnaie de compte, on la réservait à autre chose et nous allons voir quoi. C'est plutôt depuis la guerre que l'on a donné ce nom au système que nous venons d'étudier. C'est bien un système de monnaie de compte basé sur l'or que M. Vissering notamment a voulu proposer.

III

Avant la guerre c'était au système répudiant tout étalon que l'on donnait le nom de monnaie de compte. Cela demande un assez long développement, car on a très longtemps discuté sur le point de savoir si un pareil système était vraiment réalisable.

Nous avons étudié dans le précédent paragraphe un système où l'or est banni comme moyen de paiement, et remplacé dans cette fonction par des instruments de crédit ; il restait cependant l'étalon des valeurs. Dans le système que nous allons maintenant étudier, il perd même ce rôle. L'unité de compte n'est plus un poids d'or déterminé. Elle est indépendante de l'or, et même de tout autre étalon.

A première vue cela paraît impossible et irréalisable. Nous allons voir cependant comment on a défendu l'idée que la création d'un pareil système était possible, mais d'abord voyons quel intérêt présenterait l'établissement d'un pareil système. L'argent ou l'or, dit-on, sont des métaux, donc des marchandises dont la valeur peut varier. Si on les adopte

comme étalon des valeurs, l'on adopte un étalon variable. Le mètre ou le gramme sont des unités de mesure fixes. L'argent et l'or au contraire n'ont pas toujours la même valeur. Celle-ci comme celle de toutes les autres marchandises dépend de leur quantité. Ce sont donc de déplorables étalons, comme le serait pour les dimensions un mètre de caoutchouc. Le système donc qui définit l'unité de compte d'après un poids de métal précieux amène des injustices : les prix varieront suivant la valeur de l'étalon. Si celle-ci est en hausse, un débiteur aura de la peine à se libérer de ses dettes anciennes. Dans une période de baisse, il aura trop de facilité. Dans le premier cas, il donnera plus qu'il n'a reçu, et moins dans le second. Mais quel remède pourrait-on porter à cette situation : les auteurs qui se sont penchés sur ce problème ont bien vu qu'il n'était pas possible de trouver un étalon des valeurs plus stable que l'or et l'argent. Cela tient à ce que toute chose varie de valeur, suivant l'époque ou le lieu où on la trouve : même les objets les plus ordinaires, comme l'eau par exemple. M. Bourguin a même écrit son livre : *La mesure de la valeur et la monnaie* pour démontrer qu'aucun objet n'avait une valeur intrinsèque, et que la valeur n'était que l'expression d'une relation entre deux objets déterminés. Aucun objet ne pourrait donc servir d'étalon mieux que l'or ou l'argent, ces deux métaux étant, malgré tout, les objets dont la valeur est la plus stable, et dont la production présente le moins d'aléas.

Dès 1850 Cournot avait parfaitement remarqué cette imperfection de l'or ou de tout autre métal précieux, mais il savait cependant que l'or constituait l'étalon ayant la plus grande stabilité. Comment trouver un étalon de valeur ayant une

stabilité absolue ? Il résolut de résoudre le délicat problème. Il crut avoir trouvé la solution en étudiant le système monétaire de l'ancien régime : l'on pourrait faire un excellent usage de ce système dont les rois de France et d'Angleterre ont tant abusé, il conviendrait de rétablir l'indépendance de l'unité de compte et de la monnaie en circulation. On pourrait par ce moyen établir une monnaie de compte absolument stable. Voici comment on procéderait.

Il existerait une circulation métallique constituée par un métal admis à la frappe libre. Mais ce métal, étant donné que sa valeur peut se modifier (et cela serait révélé par les statistiques, par exemple par les nombres-indices de prix) ne resterait pas toujours dans le même rapport avec l'unité de compte. Les pièces métalliques ne porteraient aucune indication de valeur, et l'autorité centrale fixerait combien de ces pièces pourraient représenter l'unité de compte. On déciderait en période de hausse des prix que pour représenter l'unité de compte, il faudrait une quantité de pièces plus élevée que celle exigée antérieurement. En période de baisse des prix, au contraire on diminuerait la quantité d'or contenue dans l'unité de compte. Ainsi l'unité de compte immatérielle, indépendante de tout étalon, aurait une absolue stabilité par rapport au prix. Ce système au fond, aboutirait au même résultat que celui que nous a proposé plus récemment Irving Fisher.

Le système de Cournot a été peu discuté. Et cependant à le regarder d'un peu près, il était peu réalisable en pratique. C'est un système dangereux. Quelle que soit en effet l'autorité à laquelle serait dévolu le soin de fixer la teneur en or de l'unité de compte, elle obtiendrait de ce fait un pouvoir

extraordinaire. Nous savons combien les rois de France ont abusé de ce droit. Nous croyons que cela pourrait facilement se reproduire, et que l'unité de compte au lieu d'être stabilisée pourrait devenir encore plus sujette à fluctuations qu'elle ne l'aurait été en s'appuyant sur l'or. Cournot lui-même avouait que ce danger était grave. *Corruptio optimi pessima*, disait-il. Il faudrait exiger des garanties sérieuses de l'organisme chargé de taxer périodiquement les espèces métalliques par rapport à l'unité de compte. Tout Etat pourrait en abuser, tout organisme bancaire aussi. C'est pourquoi il convient de ne point leur confier cette fonction. Aussi a-t-on presque toujours proposé que, si un pareil système devait jamais être établi, il le soit sous la forme d'un système international, et ^{celle} cette taxation ~~serait~~ ^{soit} confiée à un organisme international le plus indépendant possible. Mais mettons les choses au mieux, et supposons qu'aucun abus ne soit commis par l'institut chargé de fixer les rapports entre l'unité de compte et l'or se trouvant dans la circulation. Celui-ci, pénétré de l'importance de son rôle, ne nourrit que de bonnes intentions. Une autre difficulté se présente alors. Comment se rendra-t-on compte que le pouvoir d'achat de l'or a baissé ? On répond que les nombres-indices du mouvement des prix fourniront à ce sujet des renseignements très surs. Ce n'est pas vrai. Ils indiqueront approximativement le mouvement des prix. Mais parmi les variations des prix, toutes ne sont pas dues au mouvement de valeur de l'étalon monétaire. Dans les périodes de crise par exemple, les prix s'affaissent très vite, sans qu'on puisse en rendre responsables les métaux précieux servant de monnaie. Comment saura-t-on quand on doit relever ou abaisser la teneur en métal de l'unité de

compte, si l'on n'a pas de moyens de savoir quand vraiment le métal étalon enchérit ou se déprécie ? On comprend parfaitement que M. Mongin ait envisagé la création d'un système plus automatique et plus simple.

On oublia un temps les idées de Cournot ; l'idée d'une stabilisation de l'étalon monétaire ne reparut qu'en 1880 au temps des premières querelles entre monométallistes et bimétallistes. Les premiers soutenaient que leur système était seul logique ; et ils avaient raison. Les seconds, et ils n'avaient pas tort, prétendaient qu'en pratique, le système du double étalon donnait de bien meilleurs résultats, parce qu'il permettait une stabilisation beaucoup plus grande des prix. S'il n'y a qu'un seul métal-étalon, disaient-ils, les changements de valeur de ce métal feront très rapidement varier les prix dans ce sens, puis dans l'autre. S'il y a deux métaux jouant le rôle d'étalon, il y a bien peu de chances pour que tous les deux se déprécient ensemble, ou ensemble augmentent de valeur. Les prix seront donc beaucoup plus stables.

De 1885 à 1900, cette question resta à l'ordre du jour : comment assurer la stabilité des prix, ou du moins, comment empêcher les variations des prix dues au mouvement de valeur de la monnaie ? On était alors dans une période de chute lente mais assez forte des prix. Les industries en souffraient et surtout l'agriculture. On rendit responsables de ce malaise les adhésions de plus en plus nombreuses au monométallisme. Depuis que l'argent n'est plus étalon, disait-on, la circulation est devenue insuffisante, et c'est de là que vient la baisse des prix. Bref, la question de la stabilisation de l'étalon monétaire se posait avec une acuité toute particulière.

Pour la résoudre, l'on proposa des procédés très divers :

l'adoption d'abord du bimétallisme international, puis toutes sortes d'autres systèmes qui ne furent adoptés par aucun Etat. Il avait été proposé notamment de régulariser la valeur de la monnaie au moyen de l'addition à la circulation d'une quantité de « billon régulateur » plus ou moins importante (1) suivant que les prix avaient plus ou moins tendance à s'abaisser. Plus tard, M. Irving Fisher proposa de modifier la définition métallique de l'unité de compte suivant que les prix, tels qu'ils étaient révélés par les index-numbers, s'élevaient ou s'abaissait. Si les prix s'élevaient, on augmenterait la teneur en métal des monnaies représentant l'unité de compte. On diminuerait au contraire cette teneur en métal si les index-numbers accusaient une baisse des prix.

Aucun de ces systèmes ne fut adopté, ni même sérieusement proposé aux Etats.

C'est alors que parut l'idée de créer une monnaie de compte non étalonnée sur l'or et même absolument indépendante de tout étalon. Cela provoqua une longue discussion doctrinale dont les principaux monuments sont des articles de M. Mongin dans la *Revue d'économie politique* de 1887 et 1888, et le livre de M. Bourguin sur *La mesure de la valeur*.

Ce n'est pas de la formule de Cournot que l'on s'empara. On rappela seulement qu'il avait déclaré qu'une monnaie de compte sans étalon n'était nullement impossible. On fit appel à son témoignage en faveur de cette idée, mais on imagina un système tout à fait différent du sien.

M. Cournot avait imaginé un système où la circulation serait métallique, mais où l'unité de compte serait indépen-

1. Voir Léon Wabras. *De la fixité de valeur de l'étalon monétaire*.

dante des pièces de métal. Mais malgré tout si, dans le projet de Cournot, la valeur des pièces de métal par rapport à l'unité de compte n'est pas toujours la même, elle est cependant à chaque période très clairement taxée. On sait très bien à tout moment ce que vaut exactement le gramme d'or ; ce que l'on ne sait pas, c'est si ce cours se maintiendra longtemps.

M. Marcel Mongin, en 1887, émit un système plus radical encore. Dans son système il n'y a plus *aucune* solidarité entre l'or et l'unité de compte. M. Mongin n'a pas imaginé de système nouveau, il n'a rien proposé, car, comme nous allons le voir, il croyait que, même avec notre système actuel nous étions déjà arrivés à la stabilité absolue. Mais il a cependant exposé qu'il croyait à la possibilité de créer un système de monnaie de compte où l'or démonétisé ne serait rien de plus qu'une marchandise ordinaire.

Il est difficile d'exprimer cette idée en termes plus clairs que ceux dont se servit M. Marcel Mongin lui-même (1). « On conçoit très bien que les hommes emploient pour la comparaison des valeurs une unité de compte purement abstraite qui ne soit pas représentée par un objet matériel déterminé, qui ne soit qu'un simple signe de langage. Considérons un certain nombre de marchandises s'échangeant habituellement les unes contre les autres : en comparant les quantités échangées il sera facile de déterminer leur valeur respective ; on constatera, par exemple, qu'elles sont entre elles comme les chiffres 1, 4, 5, 8. Si on veut trouver ensuite la valeur d'une autre marchandise on la comparera à l'une de celles

1. Voir *Revue d'économie politique*, 1887, p. 152 *in fine*. « De la conception théorique d'une monnaie de compte. »

qui ont été vérifiées, et on l'exprimera par un nouveau chiffre ; cette dernière, à son tour, pourra servir à mesurer les valeurs des objets contre lesquels elle s'échange, et ces objets deviendront eux-mêmes de nouveaux points de comparaison : de proche en proche, l'estimation pourra être faite pour toutes les marchandises et l'on obtiendra ainsi une série de chiffres indiquant exactement les rapports des valeurs. Si maintenant, pour la facilité du langage, on ajoute à ces chiffres un nom quelconque, celui de franc ou tout autre, leur signification ne sera pas modifiée, ils continueront à exprimer avec la même vérité les valeurs des divers objets : au lieu de dire des marchandises a, b, c qu'elles valent 1, 4, 5 on dira qu'elles valent 1, 4, 5 francs ; on aura créé alors la monnaie de compte abstraite, immatérielle, dont je voulais montrer la possibilité. Cette monnaie de compte pourra facilement s'adapter aux besoins de la pratique, servir à établir les prix courants dans les transactions. Le fabricant qui voudra fixer le prix d'un produit calculera très bien combien de francs il a dépensés au cours de sa fabrication et combien il doit en ajouter pour faire un bénéfice suffisant. On pourra même faire circuler des monnaies fiduciaires estimées en francs. »

On voit que le système envisagé est très différent de celui préconisé par Cournot. M. Mongin ne pense pas à une taxation périodique de la monnaie métallique par rapport à l'unité de compte. Il supprime la monnaie métallique. L'unité de compte ne confondra plus sa valeur avec aucun objet, elle n'aura plus aucune espèce d'étalon défini.

Le franc ne serait plus 0 gr. 29 d'or ; il serait un pouvoir d'achat fixé par l'usage, et vaudrait une certaine somme de

marchandises indéterminées. C'est pourquoi l'on a aussi appelé ce système le système de l'étalon multiple.

Cela occupe peu de place dans les articles de M. Mongin que nous analysons. En effet, après avoir démontré que l'on pourrait imaginer un système où l'unité de compte serait absolument stable, il emploie le reste de son étude à nous prouver que malgré l'étalon or, cette stabilité doit être considérée comme déjà obtenue.

Si les prix baissent ou s'élèvent, croit-il, ce n'est pas du tout à la monnaie qu'il faut l'attribuer. D'ores et déjà la monnaie a un pouvoir d'achat stable. Bien que l'unité de compte soit encore taxée par rapport à l'or, et soit donc solidaire de celui-ci, cela n'a aucune importance : « Le métal acquiert la même fixité de valeur que la pièce. L'unité servant à exprimer les prix devient insensiblement par l'effet des habitudes une valeur idéale qui n'est incorporée à aucun objet spécial : elle est semblable à celle qui résulte de l'adoption d'un étalon multiple, elle réalise complètement ce *desideratum* de divers économistes (1). » M. Mongin n'a jamais cherché à expliquer comment cela pouvait se produire.

A la vérité nous croyons que cela est inexact et que M. Mongin lui-même, après les objections qu'on lui avait prodiguées (2), ne les défendait plus avec la même énergie.

1. Voir un autre article de M. Mongin dans la *Revue d'économie politique* de 1888 parue sous le titre « De l'abondance de la monnaie métallique », p. 376.

2. Voir notamment l'article de M. Jules Aubry dans la *Revue d'économie politique* de 1887 : « Quelques observations sur la valeur de la monnaie », p. 286.

Dans l'histoire du mouvement des prix, nous voyons vraiment que les périodes de hausse coïncident avec les périodes de production abondante des métaux servant d'étalons. Bodin avait déjà fait cette remarque en étudiant le mouvement des prix au xvi^e siècle ; on a refait la même expérience entre 1870 et 1914. Jusqu'à 1900, les prix tendirent à s'abaisser, parce que l'on craignait que l'adoption du monométallisme universel n'entraînât une réduction du stock monétaire. De 1900 à 1914, au contraire, la hausse des prix coïncida avec un considérable accroissement de la production mondiale de l'or, et une augmentation considérable du montant des moyens de paiement autres que la monnaie métallique.

M. Mongin avait prétendu qu'il ne voyait pas quelle explication logique on pouvait fournir pour développer la théorie quantitative de la monnaie. On lui rappela, en la complétant, la thèse de M. Levasseur : une très forte production d'or accroît la richesse de quelques personnes, les possesseurs de mines d'or. Ceux-ci étant plus à leur aise, discuteront moins le prix des choses qu'ils achètent, et augmenteront leur consommation. Leurs vendeurs, à leur tour, entraînés par la prospérité de leurs affaires, chercheront à produire plus, et la demande de main-d'œuvre ou de matières premières s'accroîtra. Ils marchanderont moins pour se les procurer. Ainsi de proche en proche, la hausse finira par atteindre l'ensemble des produits.

Il est vrai que la hausse des prix sera le plus souvent moins forte et plus lente que l'accroissement du stock d'or. Moins forte d'abord : si par exemple, le stock d'or double, les prix ne doubleront peut-être pas. Cela tient à ce que

l'accroissement du stock monétaire d'un pays, en poussant les personnes qu'il enrichit à des dépenses plus élevées, donnera une impulsion plus forte à la production. Les périodes d'accroissement du stock monétaire ont toutes été des périodes d'essor commercial et industriel. Que la hausse des prix n'accompagne pas immédiatement l'accroissement de la production de métal, il ne faut pas s'en étonner. Il y a des dettes dont le montant est fixé depuis longtemps, bien avant l'accroissement du stock monétaire. Quel que soit le pouvoir d'achat de l'étalon, ces dettes restent toujours les mêmes, et dans l'établissement de son prix de revient, tout commerçant en tiendra compte. Ce prix de revient dépend de bien des éléments : d'abord le salaire de ses ouvriers et le prix des matières premières qu'il achète. Le montant de ces dépenses dépend de la valeur changeante de la monnaie. Mais il a aussi à payer les capitalistes qui lui ont avancé des fonds, et à ceux-ci il donnera toujours la même somme, soit à titre d'intérêt, soit pour les rembourser, quelle que soit la valeur de la monnaie. Il y a donc là un élément qui tend à stabiliser les prix. Supposons que nous soyons en une période de hausse. D'un côté, la consommation des capitalistes rentiers s'amointrira, ce qui sera un obstacle à l'accroissement de la hausse. D'un autre côté, les commerçants entrepreneurs, dont le prix de revient ne s'est pas accru dans une proportion aussi forte qu'on pourrait le croire en considérant la hausse des salaires et des marchandises, en tiendront compte en fixant leurs prix de vente. Ainsi donc la hausse des prix se heurtera, en périodes d'accroissement du stock monétaire, à certains obstacles. On doit donc dire que même pour un métal admis à la frappe libre il y a, dans

le fait d'être choisi comme étalon des prix, une cause de stabilisation limitée. L'unité de compte, même basée sur un étalon de valeur variable, est plus stable que ne le serait le poids de métal qu'elle contient si celui-ci n'avait pas été admis à la frappe libre. Mais nous ne pouvons aller plus loin. Il nous semble inexact de prétendre que toute monnaie est absolument stabilisée et que rien ne doit lui être attribué dans le mouvement des prix. Vraiment M. Mongin exagérait en formulant cette thèse. Certainement les changements de valeur de l'étalon ont une influence, atténuée mais non effacée entièrement, sur les prix.

Mais, laissons de côté cette discussion pour et contre la théorie quantitative de la monnaie et venons-en à la partie de l'étude de M. Mongin consacrée à la possibilité de créer une monnaie de compte indépendante de tout étalon. Nous avons déjà dit qu'il avait emprunté cette théorie à Cournot. Disons que son critique le plus sévère, M. Jules Aubry, dans la réplique dont nous avons déjà parlé, concède qu'à ce point de vue M. Mongin a raison. On peut très bien envisager qu'un jour il pourrait exister dans un Etat une monnaie de compte sans étalon défini par la loi, circulant avec un pouvoir d'achat fixé par l'usage, et représentée dans la circulation par de la monnaie fiduciaire. M. Bourguin, dans son ouvrage sur *La mesure de la valeur* a adopté la thèse contraire, et prétendu que c'était impossible.

A nos yeux c'est M. Mongin qui a raison. Depuis 1887 les pays civilisés ont fait des expériences monétaires très instructives, et nous pouvons aujourd'hui juger les théories des économistes du siècle dernier en apportant dans la discussion des éléments dont ils ne disposaient pas.

Sur quel étalon est basée l'unité de compte de tous les pays à monnaie dépréciée ? En 1887 c'était un régime assez rare ; depuis la guerre, c'est devenu le régime normal. A part le dollar et les monnaies de quelques autres pays d'importance secondaire, aucune monnaie n'est plus aujourd'hui basée sur l'étalon or. Les pays d'Europe les plus commerçants, l'Angleterre, la France, l'Allemagne elles-mêmes, ont abandonné le système de l'étalon or. Personne ne sait plus ce que représente en or un franc, une livre sterling, un mark. On sait très bien que les anciennes définitions posées par la loi ne sont plus exactes. Personne n'oserait prétendre aujourd'hui que le franc représente 0 g. 29 d'or. Combien donc le franc contient-il d'or ! Personne ne le sait. On prétend le savoir d'après le cours des changes : puisque que le dollar est encore une monnaie d'or, en considérant le cours du dollar en francs, je puis savoir quelle est la teneur du franc en or. Le 15 mars 1922 par exemple le franc représente 0gr. 131 d'or. Mais ce calcul est déplorable, le cours du franc par rapport au dollar varie tous les jours. Ainsi donc le franc qui valait 13 centigrammes d'or le 15 mars 1922 en valait presque 15 la semaine précédente et un an avant en valait à peine 10. D'un jour à l'autre le rapport entre le franc et l'or varie. Il faut donc renoncer à dire que le franc est basé sur l'étalon or. Et puis nous avons une autre objection à faire à ces calculs ; c'est que la valeur du franc à l'intérieur de notre pays ne subit pas les mêmes fluctuations que sur le marché des changes. Elle possède une certaine stabilité malgré les variations de la valeur en or du franc. Si nous avons pris comme exemple le mark nous pourrions même ajouter que sa valeur sur le marché intérieur est nettement différente de

sa valeur sur le marché des changes. Nous devons donc en conclure que les monnaies européennes aujourd'hui ne peuvent pas être définies par un poids de métal déterminé. Nous ne sommes plus au régime de l'étalon or. Nous avons adopté un système de monnaie de compte non basé sur l'or ni sur aucun étalon.

Le franc représente pour nous un certain pouvoir d'achat. Nous sommes au régime de l'étalon multiple.

Ainsi donc il nous semble que chaque état a aujourd'hui réalisé la réforme proposée dans les dernières années du XIX^e siècle. La monnaie de compte sans étalon est possible, puisqu'elle est.

Quelle importance devons-nous attribuer aujourd'hui aux doutes de M. Bourguin ?

« Conçoit-on, dit-il, (1) que le législateur déclare qu'il aperçoit par une intuition spontanée, une certaine quantité de valeurs qui servira désormais d'unité de mesure sous le nom de franc, sans désigner en même temps une chose échangeable, une marchandise de quantité déterminée, pour porter ce nom et représenter matériellement cette unité ? Ce serait aussi absurde que d'établir comme unité de longueur une grandeur idéale que l'on croirait définir suffisamment en l'appelant mètre, sans la réaliser dans un corps déterminé ».

« Rejetons le mot franc pour éviter jusqu'à l'ombre du souvenir d'une pièce de monnaie, et substituons lui comme désignation de l'unité de valeur le mot time (Τίμη, valeur). Le législateur, dans sa souveraine puissance, édicte donc que désormais l'unité de valeur s'appellera time, et que les prix

1. La mesure de la valeur et la monnaie, page 46.

seront calculés par times. Je défie quiconque d'établir un prix sur cette base. Le time ne représentant aucun bien particulier doué de valeur, il est impossible de savoir si une marchandise vaut plutôt deux times que quatre ; cela n'a pas de sens ».

Et cependant le système que M. Bourguin croyait impossible fonctionne. Il faut bien remarquer que M. Bourguin s'est surtout acharné à démontrer qu'il était impossible de *créer* une monnaie de compte. Nulle part il n'a dit que le système, une fois adopté, ne fonctionnerait pas. La grosse difficulté est de fixer *une première fois* la valeur de l'unité de compte. Cette valeur, une fois fixée par l'usage, le système fonctionnerait. Nous croyons donc que la démonstration de M. Bourguin est un peu entachée de sophisme. S'il n'avait pas *à priori* rejeté le franc comme type de la monnaie de compte à créer, il aurait peut-être conclu différemment.

Il est certain que si l'on choisit l'unité de compte entièrement nouvelle, la réforme est impossible. Mais on peut facilement *transformer en système monétaire de compte* le système de monnaie réelle déjà existant. La réforme, par exemple, peut se faire en deux phases. Après avoir décidé que l'unité de compte est un certain poids d'or déterminé, on crée une circulation effective non pas d'or, mais de monnaie fiduciaire remboursable en or. Puis le jour où cette monnaie fiduciaire circule facilement et où cessent les demandes de remboursabilité on établit le cours forcé (1). C'est ce qui

1. Nous reconnaissons qu'avec un semblable système le problème du change entre états serait compliqué d'une difficulté de plus. Puisque les pays n'auraient pas d'étalon monétaire commun, comment se régleraient les déficits commerciaux ? Le problème ne serait cepen-

s'est passé en 1914 dans presque tous les états européens.

La transformation une fois accomplie, rien n'empêche logiquement le système de fonctionner. En effet, une fois que la valeur de l'unité de compte a été fixée par l'usage, cette unité de compte pourra très facilement servir dans l'ensemble des transactions. Du jour où son pouvoir d'achat sera connu, rien ne l'empêchera de jouer son rôle comme une monnaie quelconque basée sur l'étalon or.

M. Bourguin a prévu et essayé de répondre à l'objection que l'on pouvait lui faire en lui présentant l'exemple des pays à monnaie de papier. Dans les pays à monnaie de papier, c'est l'or qui reste étalon, dit M. Bourguin. Il le reste indirectement : les prix sont établis en monnaie de papier, en tenant compte de deux éléments : d'abord le prix de toute chose en or, puis la prime de l'or par rapport à la monnaie de papier.

« L'assignat n'a de valeur qu'en vertu d'une assimilation légale ; toute la valeur qu'il possède, il la tire de celle de la monnaie métallique, *des chances plus ou moins grandes de remboursement en espèces* ». Ceci n'explique rien au fond et c'est même un peu contraire aux faits. Oui, la monnaie de papier a un pouvoir d'achat spécial, différent de celui de la monnaie d'or, mais ce pouvoir d'achat ne tient pas du tout à l'espoir d'un remboursement en or. Il nous semble que M. Bourguin a pris l'effet pour la cause. C'est lorsque le billet sera revenu

dant pas impossible. On peut parfaitement imaginer qu'un pays à déficit équilibrerait tout de même sa balance des comptes, soit par des appels au crédit, soit par des envois d'or, acheté d'après son cours commercial. D'ailleurs si la monnaie de compte instituée était internationale, le problème serait grandement facilité.

au pair avec l'or que le remboursement deviendra possible, mais pendant toute la période antérieure la valeur du papier n'est pas déterminée par l'espoir plus ou moins grand d'un retour au pair. Il nous semble que la période où nous vivons est à ce sujet particulièrement suggestive. En 1919 tout le monde en France espérait qu'un jour le franc-papier reviendrait au pair avec le franc-or. On comptait fermement sur une déflation. C'est seulement depuis 1921 que cet espoir est moins vif. Aujourd'hui on compte de moins en moins sur un retour à l'ancienne parité métallique. Le nombre des partisans d'une dévaluation s'accroît tous les jours. L'espoir diminue d'un remboursement en espèces. Le pouvoir d'achat de la monnaie française de 1919 à 1922 aurait dû baisser. Pas du tout, il s'est accru.

Cela nous permet de dire que l'explication de M. Bourguin est inexacte. Et en effet l'espoir d'un remboursement de la monnaie de papier en or peut agir sur des spéculateurs, mais pas du tout sur le grand public. La confiance que celui-ci accorde aux monnaies de papier, aux « assignats » ne vient pas du tout de l'espoir qu'ils vaudront peut-être un jour une certaine quantité d'or. Si la monnaie était une chose destinée à être conservée et thésaurisée dans un bas de laine pendant des années, sa valeur pourrait être déterminée pour chaque individu, par l'espoir d'un relèvement ultérieur. Mais la monnaie est destinée au contraire à circuler rapidement, et chaque commerçant l'accepte ou la donne en pensant non pas à la valeur qu'elle pourra avoir plus tard, mais bien au pouvoir d'achat qu'elle possède au moment même où il l'acquiert ou s'en sépare.

Il nous semble donc que depuis les expériences monétai-

res les plus récentes rien ne subsiste des objections de M. Bourguin. Une monnaie de compte sans étalon est possible.

Nous allons cependant ajouter une petite réserve. Il n'est nullement certain qu'une monnaie de compte réalise l'idéal de stabilité qu'espéraient ses premiers promoteurs. A priori, on aurait pu se flatter d'obtenir ce résultat. Si nous rendons l'unité de compte indépendante de tout étalon la théorie quantitative de la monnaie ne s'applique plus. La monnaie ne sera plus « une marchandise comme les autres ». Les prix ne seront plus l'expression d'un rapport entre une marchandise-type, l'étalon, et toutes les autres. Les prix ne pourront donc plus varier à l'inverse de la valeur de la marchandise-type. Ils auront la stabilité tant cherchée. Les faits ont malheureusement contredit cette belle espérance. Les monnaies sans étalon déterminé n'ont pas tenu leurs promesses, elles ne donnent pas plus de stabilité aux prix et leur en donnent même plutôt un peu moins. Mais cela ne tient pas à leur nature, cela tient au mauvais usage que l'on en a fait.

En effet il semble bien que sous les formules de la théorie quantitative deux idées très différentes étaient cachées, deux idées qu'il était difficile de distinguer au temps où toute la monnaie était constituée par du métal admis à la frappe libre. Dire que la monnaie est une marchandise « comme une autre » soumise à la loi de l'offre et de la demande, cela peut avoir deux sens différents. Cela peut vouloir dire que le métal admis à l'honneur de servir de monnaie n'en tire aucune prérogative, et que les prix restent l'expression de la valeur d'échange des marchandises par rapport à l'or. Cela peut signifier d'autre part que la monnaie *considérée comme moyen*

de règlement est susceptible d'offre et de demande, non pas à cause de la propre valeur du métal dans lequel elle est incorporée, mais seulement à cause des services qu'elle rend, comme moyen de paiement. Il nous semble qu'aucune de ces deux formules prise isolément n'est absolument exacte. Nous croyons que la valeur du métal choisi comme étalon est stabilisée jusqu'à un certain point, du fait de son emploi comme monnaie, mais que de son côté elle agit sur l'unité de compte en provoquant de lentes oscillations des prix. Le tort de M. Mongin consiste à croire que la valeur du métal avait été absolument stabilisée, simplement du fait de son emploi comme monnaie. L'erreur des autres partisans d'une monnaie de compte fut de croire que l'emploi de leur système ferait s'évanouir toutes les causes d'instabilité.

La transformation de toutes les monnaies réelles d'avant 1914 en monnaies sans étalon a jeté quelque lumière sur ce problème. Même sous ce régime de monnaies sans étalon il existe pour satisfaire aux besoins de la circulation un certain nombre de moyens de paiement. Ceux-ci sont constitués par de la monnaie fiduciaire, c'est-à-dire des objets sans valeur, estampillés par l'autorité établie. Nous croyons que ces objets là sont soumis, eux aussi, à la loi de l'offre et de la demande, et que leur valeur dépend aussi de leur quantité. Cela semble un paradoxe de prétendre que ces objets qui ne constituent pas une marchandise à proprement parler, et ne sont que des titres de créance sur la collectivité, puissent changer de valeur suivant leur quantité. Nous comprendrions parfaitement qu'à priori on dise d'eux ce que M. Mongin dit de toute monnaie : « La vérité c'est que la monnaie, par sa nature même, par son rôle d'intermédiaire

universel dans les échanges échappe à la loi de l'offre et de la demande, donnant à son propriétaire la faculté de se procurer facilement tous les objets à vendre, elle ne se trouve jamais à l'état d'offre (1) ». Et cependant, les faits nous l'ont assez montré, une considérable augmentation des stocks de monnaie fiduciaire en circulation a amené une considérable augmentation des prix, et dans les différents pays ayant pratiqué l'inflation nous pouvons voir que l'augmentation des prix est à peu près proportionnelle à l'augmentation du stock de monnaie en circulation. Nous croyons, malgré les assertions de M. Mongin ou de M. Nogaro, que l'ensemble des moyens de paiement, de quelque nature qu'ils soient, peuvent être offerts et demandés.

On peut très bien expliquer comment cela peut se produire. Il n'y a qu'à reprendre l'explication devenue banale aujourd'hui du mécanisme de l'inflation : normalement dans le système actuel il existe une circulation de billets de banque ou de chèques. Ceux-ci ont la même nature juridique et économique. Ce sont des titres de crédit sur une banque, correspondant originairement à un dépôt de monnaie dans les caisses de la banque. On s'est aperçu peu à peu que toute banque pouvait créer des moyens de règlement. En période de prospérité, en effet, les dépôts d'argent en banque sont toujours supérieurs aux demandes de retrait. Les banques ont bien vu qu'elles auraient tort de garder dans leur caisses une quantité de monnaie inutilisée. Ces moyens de paiement dont elles disposent, elles ont compris qu'elles pour-

1. Cette idée nous semble avoir été reprise par M. Nogaro dans son ouvrage sur : « Le rôle de la monnaie dans le commerce international ».

raient les avancer à court terme à d'autres qu'à leurs déposants. Ainsi s'est constitué le marché monétaire. Les banques font l'offre de monnaie. La demande vient de tout commerçant ayant des besoins d'argent immédiats.

La loi de l'offre et de la demande va jouer et de plusieurs façons : les moyens de paiement seront chers ou bon marché, ce qui se traduira par une hausse ou par une baisse du taux de l'escompte. Jusqu'ici rien n'explique comment la valeur de cette monnaie peut varier par rapport aux marchandises. Mais il peut arriver qu'un beau jour, les banques protégées par une législation spéciale, n'aient plus à se soucier des demandes de retrait de leurs déposants : banques d'émission par exemple, elles bénéficieront du cours forcé ; banques de dépôt, elles obtiendront la certitude de pouvoir faire réescompter facilement leur portefeuille. Ce jour-là, elles ne courront plus aucun risque en suivant une politique beaucoup plus audacieuse. Elles pourront notamment faire des avances sur des titres difficilement mobilisables, et n'impliquant pas une obligation de paiement dans un avenir prochain. Les banques pourront donc satisfaire toute la demande de monnaie. Si forte que soit celle-ci, le taux de l'escompte ne s'élèvera plus. Et très certainement les clients auxquels ces avances très abondantes seront consenties s'en serviront pour payer leurs dettes. Ils marchanderont moins en achetant, paieront donc plus cher. Puis leurs vendeurs enrichis, se mettront à dépenser plus. Une émission de monnaie aura donc toujours le résultat de provoquer une augmentation de la demande générale des produits, ou si l'on veut, de la consommation. La hausse des prix suivra fatalement. Ainsi donc toute monnaie nous semble soumise à la loi de l'offre et de

la demande, qu'elle soit monnaie métallique ou monnaie fiduciaire. Mais il importe de ne pas prendre tout à fait le contre pied des auteurs prétendant qu'un système monétaire sans étalon serait absolument stable, et prétendre au contraire, en offrant comme argument les exemples des monnaies Européennes actuelles, que fatalement sous un semblable régime la monnaie ne pourrait avoir aucune stabilité. Cela aussi serait une grosse erreur. Nous avons vu en effet que si l'Allemagne, la Pologne ou l'Autriche ont vu leur monnaie se déprécier dans des proportions considérables, le franc français s'est beaucoup moins déprécié, la livre sterling a même gardé à peu près la même valeur qu'en 1914.

Ainsi donc il nous semble que le système auquel songeait M. Mongin pourrait offrir une aussi grande stabilité qu'un système de monnaie réelle. Tout dépend de la politique de l'établissement émetteur de monnaie fiduciaire, et aussi, mais à un moindre degré, des établissements de crédit. C'est lui qui aura la difficile et importante mission de régulariser la valeur de la monnaie. Nous croyons que c'est déjà un avantage de se trouver en face d'un système où la stabilisation serait, non pas fatale et certaine, mais au moins possible. Dans un système de monnaie réelle l'émission de monnaie est « automatique » comme le disait M. Cernuschi, elle ne dépend que de la production minière et se trouve absolument indépendante du mouvement des affaires et des besoins de numéraire. Un épuisement des mines ou une décroissance de la production peut brusquement gêner l'essor du mouvement commercial, en réduisant les prix. Une découverte de mines extrêmement riches ou la simple invention d'un procédé d'exploitation beaucoup plus rapide peut pro-

jeter au contraire sur le monde une telle quantité d'or que les prix en seraient bouleversés. Le monde serait sans défense contre cet afflux de métal précieux. Le système de la monnaie de compte élimine au contraire ce risque et c'est pourquoi nous le préférons. On nous dira qu'il en crée un autre. C'est exact. Le système de la monnaie sans étalon serait meilleur ou pire que l'autre. Nous croyons que l'on pourrait cependant le tenter en exigeant des garanties sérieuses de l'institut émetteur de monnaie.

Résumons tout ce que nous venons de dire : On a donné le nom de monnaie de compte à deux systèmes essentiellement différents :

1° Le premier c'est le système des monnaies de banque ; Il existe une unité de compte, elle est étalonnée sur l'or, mais elle n'est pas représentée par les pièces de monnaie en circulation : c'est la seule chose qui distingue ce système des systèmes de monnaie réelle. C'est bien peu de chose en vérité, surtout si l'on songe que même en cas de monnaie réelle, la circulation ne connaît aujourd'hui presque plus les pièces métalliques, mais qu'elle se compose presque uniquement de billets de banque ou de chèques. Billets de banque ou chèques, s'est précisément l'aspect matériel qu'avait pris de son côté l'« argent de banque » imaginé par les banques de change.

L'absence de pièces métalliques dans ce système de monnaie de compte est le seul caractère qui le distingue des systèmes de monnaie réelle.

2° Le second plan auquel on a donné le nom de monnaie de compte, c'est celui où l'unité de compte n'est basée sur aucun étalon, qu'elle soit représentée dans la pratique par

des titres de crédit dont l'usage détermine la valeur (comme M. Mongin l'avait imaginé), ou qu'il y ait, dans la circulation, de l'or ou de l'argent, mais que l'unité de compte en reste indépendante : c'est le système de l'ancien régime que Cournot cherchait à renouveler.

En fait, il y a une différence très grande entre les deux systèmes, auxquels on a donné un nom commun uniquement parce que tous deux peuvent être opposés au système actuel de monnaie et parce que tous deux se passent d'une circulation composée de pièces de monnaie ayant toujours le même cours légal. A ce caractère purement négatif, se borne leur ressemblance.

Les projets de monnaie de compte internationale que nous avons exposés s'inspirent des deux systèmes. Il y en a qui veulent faire étalonner sur l'or l'unité de compte internationale qu'ils préconisent. Il y en a d'autres qui rejettent tout étalon. Nous les exposerons et les critiquerons séparément.

CHAPITRE II

LES PROJETS DE MONNAIE REELLE INTERNATIONALE

Nous venons de constater dans le précédent chapitre que si les deux systèmes auxquels on a donné le nom de monnaie de compte sont très différents l'un de l'autre, celui qui admet l'étalon or ressemble de très près aux systèmes de monnaie réelle. L'unité de compte est représentée matériellement de la même façon, par des billets et des chèques, qu'il s'agisse d'un système de monnaie réelle ou d'un système de monnaie de compte.

C'est surtout vrai quand il s'agit d'une monnaie internationale. Qu'il s'agisse d'une monnaie réelle ou d'une monnaie de compte, peu importe. Elle sera toujours représentée de la même façon. Le commerce international en effet, n'utilise guère que des traites ou des billets et n'accepte les pièces métalliques qu'en se basant sur leur poids, sans faire attention à la valeur marquée. Il est donc curieux de voir que presque tous les projets de monnaie *réelle* internationale se transforment lentement en projets de monnaie de compte : dans toute discussion sur l'adoption d'une monnaie universelle, on s'est toujours préoccupé fort peu de la frappe de pièces de monnaie, et beaucoup du choix d'une unité de

compte. Vint même une époque où l'on ne préconisa plus la création de pièces internationales.

Toute monnaie internationale tend à devenir une simple monnaie de compte et à ne jamais se matérialiser en monnaie réelle. C'est pourquoi nous croyons intéressant de parler aussi des projets de monnaie réelle internationale.

Nous considérons comme tels tous les projets qui, non contents de choisir une unité de compte, organisent aussi la circulation internationale, et prévoient la création d'un instrument de paiement déterminé, ayant cours légal dans tous les pays.

C'est une très vieille idée que celle de la monnaie universelle. Elle fut surtout en vogue dans les années qui précédèrent 1870. Le mouvement des idées lui était favorable. Le pacifisme était à la mode. L'opinion publique se prononçait alors contre tout nationalisme, elle était favorable au rapprochement des peuples. On tendait de plus en plus à l'unification des unités de mesure : le système métrique décimal introduit en France tendait à être aussi adopté dans d'autres pays européens. Parmi ceux-ci, quatre venaient de conclure une union monétaire. Il sembla que cette union devait s'élargir et qu'elle était seulement la base d'un groupement plus important réunissant l'ensemble des pays civilisés. Le succès de l'Union Latine fut très grand, même dans les pays ayant un système monétaire très différent. Même dans l'Angleterre monométalliste, les éloges ne lui furent pas ménagés, et des revues demandèrent l'entrée de leur pays dans l'Union. L'« Economist » notamment en fit un éloge enthousiaste : Si nous adoptions, disait-il, la monnaie déjà adoptée par l'Union latine « nous pourrions espérer qu'elle devien-

drait l'unique monnaie européenne, et plus tard du monde civilisé » ; et comme l'on était en une période d'idéalisme, le journal ajoutait : « Si la civilisation pouvait donner une seule monnaie à tous les hommes, ce serait un grand pas de fait, les pour amener à penser qu'ils sont du même sang ».

Il semblait que l'effort à faire pour arriver à la création d'une monnaie internationale n'était plus très important, et que celle-ci finirait par s'imposer d'elle-même. Cette confiance dans le succès final dispensait les promoteurs de cette idée de justifier leur initiative par de longues considérations sur les avantages pratiques de la réforme. Ils citaient seulement « l'unité d'aperçus, l'économie de calcul et de temps, la simplicité des opérations arithmétiques, les facilités procurées aux voyageurs, la facilité de la transmission des créances internationales (1) ». On préférait se livrer à des harangues pleines de rhétorique où l'on préconisait pêle-mêle l'adoption d'une langue et d'une monnaie internationales (2). Il semble même curieux de constater que des auteurs favorables à la monnaie internationale n'attendaient pourtant pas de celle-ci la suppression des cours du change. Les prix d'une traite d'une ville sur une autre, bien que rédigés en une même unité de compte, continueront à varier, croyaient-ils, entre les frontières tracées par les gold-points. Il reste en effet certain qu'un débiteur, ayant à acquitter une dette en un pays lointain devrait chercher à se procurer des traites sur ce pays,

1. Voir Feer-Herzog. *La France et ses alliés monétaires en présence de l'unification universelle des monnaies* (Paris, de Guillaumin, p. 9).

2. Voir M. Henrichs. *Mémoire sur les avantages d'une langue et d'un système monétaire communs à plusieurs Etats* (Paris, 1851).

plutôt que d'envoyer de la monnaie métallique. Si les traites sur ce pays sont très rares, elles seront très chères. Ainsi donc la création d'une monnaie internationale ne ferait pas disparaître le marché des changes. Celui-ci ne perdrait sa raison d'être que le jour où la monnaie internationale serait représentée non pas par une monnaie métallique, mais bien par un billet de papier ayant cours légal partout, et dont les frais de transport se réduiraient à rien, ou encore le jour où une organisation bancaire très forte émettrait des titres de crédit acceptés partout en paiement.

Les promoteurs de l'idée de monnaie universelle faillirent réussir. En 1867 à l'occasion de l'Exposition Universelle de Paris, une conférence monétaire fut convoquée et se réunit sous la présidence du prince Napoléon assisté de M. de Parieu, qui était alors le plus vigoureux défenseur de cette idée. La conférence à l'unanimité se prononça en faveur du principe. On ne discuta que sur les moyens de la réaliser. Fallait-il prendre comme unité de compte un poids d'or entièrement nouveau comme par exemple le gramme d'or ou bien choisir comme unité de compte internationale celle des unités nationales qui était la plus usitée et la plus commode, étant donné qu'un coefficient, deux ou cinq par exemple, elle aurait, à très peu de chose près, le même poids d'or que les unités de compte des autres pays. Le franc présentait assez bien ces caractères. Admis dans les quatre pays de l'Union Latine, il avait une teneur métallique égale à celle de la peseta espagnole, de la drachne grecque, et de plus 5 francs valaient à peu près un dollar, 25 francs à peu près une livre sterling. On chercha donc à faire frapper par les Etats des pièces métalliques portant indication de leur valeur en deux unités de

compte : l'unité de compte nationale, et l'internationale qui aurait sans doute été le franc.

Il y eut des essais de réalisation. La Grèce avait adhéré en 1867 à l'Union Latine.

Quelques pays, l'Autriche et la Suède consentirent à émettre des pièces de monnaie portant l'indication de leur valeur, d'une part en francs, d'autre part en unité de compte nationale. Mais en somme le projet échoua. Les pays monométallistes résistèrent au projet. En Angleterre, Bagehot répondit à tous ces projets par la publication de son livre : *A practical plan for assimilating the English and American money as a step towards an universal money* dans lequel il rejette absolument tout système de monnaie universelle basé sur le bimétallisme.

Nos malheurs de 1870 changèrent le problème. L'Allemagne en 1873 adopta le système monométalliste, et une unité de compte ne pouvant cadrer avec aucun des multiples de notre franc. En 1872 M. de Parieu, dans un article du *Journal des Économistes* exposa ses craintes de voir le monde se rallier à un système monétaire très différent du système français. Il avait peur de voir l'Allemagne reprendre à son profit les conclusions de la Commission de 1867 et faire de sa monnaie la base d'un système international.

L'œuvre de la Commission de 1867 fut oubliée pendant vingt ans.

Mais d'autres projets parurent vers 1890, remis en lumière pour des motifs fort différents. Ce ne fut pas, comme en 1867, des idées philosophiques ou le désir de faciliter les transactions internationales, qui plaidèrent en faveur de la monnaie universelle. C'est le désir de relever le cours commercial de

l'argent, et d'améliorer la situation des pays bimétallistes. Les Etats-Unis prirent en 1892 l'initiative de réunir à Bruxelles une conférence monétaire internationale pour discuter les moyens de réaliser le bimétallisme international. Diverses idées se faisaient jour alors. Certains auteurs croyaient que le cours commercial de l'argent se relèverait si les états en achetaient plus ; ces auteurs-là croyaient qu'il suffirait de prescrire des achats d'or par les états européens. D'autres croyaient, et ils avaient raison à notre avis, que pour rendre à l'argent sa valeur antérieure, cela ne suffirait pas, mais qu'il faudrait en plus taxer l'argent par rapport à l'or c'est-à-dire le réadmettre à la libre frappe. Très nombreux furent les systèmes proposés (1). Nous pouvons cependant les répartir en deux catégories : les projets extrémistes, qui furent présentés par la délégation américaine et envisageaient une reprise de la frappe libre de l'argent.

Un projet plus modéré fut présenté par M. Alfred de Rothschild, délégué anglais : un syndicat international serait formé,

1. Voir le compte rendu des débats de la conférence de Bruxelles, les projets de MM. Moritz Levy (déjà présenté à la conférence monétaire de 1881), Støetber (voir aussi la *Neue Freie Presse* du 30 septembre 1891), Houldsworth, etc.. M. Cernuschi avait déjà présenté un projet de bimétallisme international à la conférence de 1881. On pourra aussi consulter avec fruit une brochure parue en 1890 à Paris chez Gauthier-Villars, et due à M. Louis Bailly. Elle part de cette idée qu'il faut, pour augmenter le prix de l'argent, accroître sa consommation, mais le moyen qu'elle préconise est très original. On créerait une monnaie faite d'alliages, d'abord d'un alliage d'or et d'argent qui s'appellerait le bronze d'or et qui contiendrait assez d'or pour valoir toujours 250 francs le kilo, puis un alliage de billon et d'argent, le bronze-argent, qui aurait valu 25 francs le kilo. A nos yeux cela n'aurait pas pu rétablir le cours commercial de l'argent.

se proposant l'achat collectif annuel de 125 millions de francs, d'argent pendant cinq ans. Le projet de bimétallisme international aurait peut-être pu réussir en 1892, car à cette époque le plus grand État monométalliste, l'Angleterre, ayant des difficultés à cause du monométallisme-argent des Indes, était relativement conciliant. Le projet ne put cependant aboutir. Les états européens exigèrent comme condition d'un accord international que les états producteurs d'argent prennent des mesures pour réduire la production minière de ce métal. Ils craignaient en effet, si l'on admettait de nouveau l'argent à la frappe libre, sans réduire sa production, que l'argent ne finisse par devenir le seul étalon. L'or en effet, taxé par rapport à l'argent au-dessous de la valeur qu'il aurait eue sur un marché libre aurait vu sa production décroître. Si d'autre part, on avait rendu obligatoires des achats d'argent par les Etats sans limiter la production, il est probable que sur le marché, l'offre d'argent s'accroissant en même temps que la demande, le cours de l'argent ne se serait pas élevé. Les pays producteurs d'argent, il s'agit surtout de l'Amérique, ne crurent pas pouvoir se prêter à des mesures tendant à réduire la production de ce métal. La conférence échoua. Les monométallistes avaient gagné la partie.

De 1892 à 1914, il semble que l'idée de monnaie internationale intéresse moins. On procède à des réformes monétaires intérieures, et on se rend compte que rien ne sera possible tant que les pays civilisés n'auront pas adopté pour leurs monnaies intérieures un étalon identique. Quelques projets apparurent cependant, mais assez différents.

Une autre idée se fit jour aussi pendant quelque temps, mais elle n'eut pas un très grand succès : Vers les années

1893 à 1900 on essaya de prouver que la démonétisation de l'argent était responsable de la chute générale des prix, qui alors affectait surtout profondément l'agriculture. Il n'y a plus assez de monnaie en circulation, disait-on, d'où la mévente. C'était un des derniers arguments invoqués par les bimétallistes (1). On chercha à les rassurer en leur répondant : Nous pouvons aussi bien augmenter le total de la circulation générale sans faire appel au métal argent. Nous pouvons accroître la rapidité de circulation de l'or, en émettant des billets de banque. Pourquoi ne pas créer un billet de banque international ? Cet argument, a été souvent développé, mais il a cessé en 1900 d'être intéressant quand les prix ont recommencé à hausser, et de nouveau c'est bien par le besoin de faciliter le commerce et les voyages internationaux qu'ont cherché à se justifier les nouveaux projets.

Mais ces projets sont assez différents de ceux de 1870. Ils sont monométallistes, et croient que la monnaie internationale devrait circuler sous forme, non plus de pièces de monnaie, mais bien plutôt de billets de banque : en 1893, M. G. François reprend un projet (2) qui avait été proposé à la conférence de Bruxelles par M. Jules Wolf. Les billets dit-il sont plus maniables que l'or ; et si nous avions une cir-

1. En 1895 deux propositions tendant à la réunion d'une conférence internationale où l'on discuterait l'adoption du bimétallisme international furent encore déposées à la Chambre des députés française. L'une émanait de M. Gendre, l'autre était celle de M. Cernuchi. Le fait que celle-ci était surtout soutenue par la Société des Agriculteurs de France suffit à nous indiquer quels buts étaient à sa base.

2. Voir la *Revue d'économie politique* de janvier 1893.

ulation internationale de billets, ayant cours dans tous les états, cela réduirait à rien les écarts des changes. Ce qui permet les écarts de change entre pays à étalon or, c'est seulement les frais d'envoi de l'or d'un pays à l'autre, qui poussent des individus à chercher des traites plutôt que du métal pour payer leurs créanciers étrangers. Le jour où l'on pourrait expédier du papier remboursable en or, et où l'on pourrait se procurer ce papier à prix fixe dans son propre pays, les écarts des changes deviendraient impossibles. En 1896, M. Raphaël-Georges Levy (1) esquissait le plan d'une banque d'émission internationale, et réfutait les objections que l'on avait opposées à cette idée. Cette banque serait créée dans un pays neutre, à Berne par exemple. Cette banque aurait des succursales dans chaque pays et remettrait des billets à qui viendrait déposer de l'or dans ses caisses. Ces billets seraient toujours remboursables en or. Ils porteraient indication de leur valeur dans les unités de compte des différents pays. Un billet constatant le dépôt de 100 livres sterling par exemple porterait l'indication que l'on peut l'échanger à Paris contre 2.521 francs, à New-York contre 485 dollars. Ainsi donc il existerait un billet international mais pas d'unité de compte commune à tous les Etats. Nous avons vu souvent déjà des coupons de valeurs mobilières porter ainsi en plusieurs unités de compte l'indication de leur valeur. Il en serait de même pour le billet international (2).

1. Voir *Les annales de l'école libre des sciences politiques*. Année 1895, p. 50 et suivantes.

2. Nous pouvons rapprocher du plan de M. Raphaël-Georges Lévy celui que M. Boutan exposait presque à la même date, en 1896 dans sa brochure : *Résumé de la question monétaire et nouveau projet de monnaie internationale* (chez Guillaumin, Paris, 1895).

Au contraire, certains autres projets continuèrent de préconiser la création de monnaie métallique internationale (1). On n'en comprend plus très bien l'intérêt. Les billets internationaux remboursables nous semblent présenter un très grand avantage sur les systèmes de circulation métallique internationale, car les frais de transport des moyens de paiement à cours légal d'un billet international, ayant cours légal dans tous les pays civilisés se réduiraient à presque rien. Il n'y aurait plus de marché des changes.

Mais tous ces projets ne sont plus que des projets isolés. Ils peuvent donner lieu à des discussions académiques intéressantes. Mais ces discussions seront platoniques, les Etats ne s'y intéressent plus, et l'idée ne semble pas près de se réaliser. C'est cependant à cette époque que la réforme aurait eu lieu le plus facilement. L'obstacle, résultant de la différence d'étalon, s'atténuait puisqu'en 1914 presque tous les pays n'admettaient plus que l'or à la frappe libre. Il ne subsistait plus que l'obstacle résultant de la difficulté de comparer entre elles les différentes unités de compte.

Ce n'est cependant pas en 1914 mais bien en 1920 que l'idée de monnaie universelle réapparut. Mais elle réapparut alors sous deux formes fort diverses :

1° On préconisa une monnaie internationale, comme celle qui avait été projetée avant 1915, échangeable contre les monnaies nationales d'après la teneur en or de celles-ci.

2° D'autre part, on souhaita une monnaie internationale

1. Voir l'article de Léon Bollack dans la *Revue des revues* de janvier 1912.

de valeur égale à l'or, et qui serait échangeable sur le marché des changes contre les monnaies dépréciées, c'est-à-dire que les diverses monnaies nationales subiraient à l'égard de la monnaie internationale, les mêmes fluctuations qu'à l'égard de toute monnaie remboursable en or, par exemple le dollar.

I

La première de ces deux idées n'est que la reproduction des idées d'avant-guerre concernant la monnaie internationale. On a peine à s'expliquer aujourd'hui comment certains auteurs ont pu espérer qu'un change fixe pourrait être assuré aux monnaies européennes, change basé sur la teneur en or de ces monnaies. En effet, personne ne sait plus aujourd'hui quelle est cette teneur en or. On sait seulement bien que ce n'est plus le chiffre prévu par les lois qui avaient jadis organisé le système monétaire de chaque pays, par exemple pour la France la loi de germinal an XI. Il faut dire tout simplement que les monnaies européennes ne sont plus des monnaies-or.

Mais en 1920, on ne s'en était pas encore très bien aperçu. On n'avait pas compris le sens de la hausse des prix, que l'on attribuait encore le plus souvent à la réduction de la production. La pratique de la stabilisation des changes suivie pendant toute la guerre par les trésoreries anglaise et américaine, laissait encore des illusions, et l'on croyait que la hausse des changes de 1919 et du printemps 1920 était absolument injustifiée. Ce n'est qu'en 1920 que l'on se rendit très nettement compte que la France était au régime du

papier-monnaie, et que la hausse des changes était imposée par la hausse des prix intérieurs.

Ces illusions expliquent parfaitement que l'on ait pu espérer une stabilisation des changes, et une stabilisation à un cours déterminé par la définition métallique légale de chaque monnaie. De même qu'on avait pratiqué pendant toute la guerre cette stabilisation au moyen des emprunts aux trésoreries, on pouvait encore réussir au moyen de la création d'une monnaie internationale échangeable contre les différentes monnaies nationales à un cours déterminé.

Des projets de monnaie internationale furent de nouveau présentés. Parmi les plus connus, il nous faut citer le projet d'établissement des « monos ». Il s'agissait dans la pensée des fondateurs, MM. Henrys, Axelsen et le D^r Karl Ollner de Stockholm, de la création d'une banque d'émission internationale. Cette banque devait avoir une structure que l'on peut qualifier au moins d'étrange. Fondée sur une place puissante et restée neutre pendant la guerre, elle devait posséder une succursale dans chaque pays. Son encaisse devait être constituée à la fois d'or, d'argent, de platine, et d'hypothèques sur immeubles. Il nous semble bien, à vrai dire, qu'il y a là une faute. Que des hypothèques sur immeubles figurent à l'actif de la banque, c'est fort possible, elles ne doivent cependant pas figurer à l'encaisse. Les dernières expériences monétaires ont assez prouvé que l'encaisse d'une banque doit n'être constituée que par du métal monétaire ou des titres immédiatement réalisables. La banque d'émission internationale pourrait ouvrir des crédits pour une somme quadruple de cette encaisse, et elle émettrait des billets appelés : monos, qui vaudraient 5 francs, 1 dollar, 4 shillings,

4,05 marks. Ces billets seraient exclusivement réservés au commerce extérieur qui ne devrait utiliser qu'eux.

Il nous faut aussi signaler parmi ces projets ceux qui furent présentés à la réunion plénière de 1920 de la conférence interparlementaire du commerce. Un des délégués anglais, M. Walter Behrens fit la proposition suivante : « Afin de payer les vivres et les matières premières indispensables au relèvement de l'Europe, les Anglais, la Grande-Bretagne, les Etats-Unis, l'Amérique, la France, l'Italie, la Belgique, devront mettre en circulation et garantir mutuellement des billets alliés « Allied Currency notes » sur la base de £ 1 = 5 \$ = 25 francs, ayant cours légal et devant circuler dans les pays alliés. » Sur quoi se basait cet auteur pour défendre son projet ? Lui-même nous l'expliquait un peu après : « Vous me demandez, Messieurs, comment je pense avoir en cinq ans, avec 5 francs que j'ai en mains pour 1 dollar plus 1 fr. 50 d'intérêt accru, c'est-à-dire 6 fr. 50 1 dollar qui vaut actuellement 16 francs. Je vous répondrai que mon projet étant basé sur le fait qu'ayant éliminé du marché ce poids lourd des « vivres et matières premières », je compte que ce change fictif que nous subissons aujourd'hui, tombera immédiatement, et je ne vois nulle raison pour laquelle ce poids étant éliminé, le continent européen ne pourrait pas en peu de temps exporter autant de marchandises qu'il n'en recevra ».

Un autre projet déposé par M. Marshall Stevens au même congrès aboutissait au même résultat (1).

1. Tous ces plans se réclamaient de la haute autorité de M. Luzzatti. Nous ne croyons pas cependant que M. Luzzatti leur aurait

Les livres nous firent part d'autres projets identiques, mais nous ne voulons pas tous les exposer.

En somme, tous ces projets étaient les mêmes que ceux que nous avons connus avant la guerre. Le but qu'ils se proposaient seul différait. Alors qu'avant la guerre, tous les projets de monnaie internationale n'avaient pour but que d'éviter aux voyageurs et aux commerçants l'ennui d'avoir à changer des monnaies et de se livrer à ce propos à des opé-

accordé son appui. Sans doute, il a été avant la guerre partisan d'un accord entre les différentes trésoreries européennes et les différentes banques d'émission. Dans une note adressée à l'Institut de France en 1908, il avait exposé ses idées à ce sujet. Mais son plan ne fut pas suivi de réalisation. Sans doute aussi en 1916 à la 4^e réunion de la Conférence interparlementaire du commerce, il avait repris son projet en vue de l'utiliser à une stabilisation des changes. Mais le projet Luzzatti était tout de même fort différent de ceux que nous étudions. Son auteur lui-même dit dans son discours de 1916, en parlant de son ancien projet de 1908 : « Je ne parlais pas alors d'un billet de banque internationale ». Il nous semble bien que ce projet ne prévoyait ni création d'une monnaie internationale, ni adoption d'une unité de compte commune. Il s'agissait seulement d'une politique de stabilisation des changes sous forme d'avances bancaires. Les banques d'émission de chaque pays accepteraient de rembourser à un cours déterminé les traites tirées sur une autre banque d'émission. Les dettes et créances des banques d'émission se régleraient dans un Clearing international. En résumé les banques d'émission se garantiraient réciproquement un cours de change déterminé pour les traites tirées par leurs clients ayant chez elles des comptes courants.

Ce projet ne se réalisa pas, et dans son discours du 28 avril 1916, M. Luzzatti expliqua pourquoi il n'avait pas insisté en 1908. C'était dans la crainte que ce projet ne profite surtout aux pays comme l'Allemagne, où la réserve d'or était petite, et ne desserve les autres. Cependant en 1912 un Congrès des petites banques d'émission européennes se réunit à Bruxelles, et s'inspira des conclusions de M. Luz-

rations arithmétiques parfois longues et compliquées, depuis la guerre on cherchait à rétablir, au moyen de la monnaie internationale, les cours des monnaies dépréciées. C'était leur but essentiel.

Promptement cela parut irréalisable. La conférence inter-parlementaire du commerce en 1920 rejeta ces projets comme devenus impraticables. Les Etats ont cessé d'utiliser un étalon unique. Il n'est plus possible de fixer un change entre les pays à monnaie de papier et les pays à monnaie d'or.

zatti. On résolut la constitution de la Mitteleuropäische Wirtschaft Verein sur les bases suivantes :

1° Création du service des virements internationaux au profit des titulaires des comptes courants dans les banques d'émission.

2° Création d'un clearing international qui liquiderait par voie de compensation le doit et l'avoir de chaque banque adhérente.

3° Encaissement réciproque des effets que les banques d'émission possèdent sur l'étranger.

Il ne semble pas que depuis la guerre M. Luzzatti soit partisan d'une stabilisation à un cours déterminé par les anciens pairs métalliques. Tout en proposant son système en 1916, il ne fixait pas à quel cours il faudrait stabiliser. Dans un interview publié dans *Le Matin* du 9 janvier 1922, il n'en parle pas non plus.

Il reste acquis d'autre part que M. Luigi Luzzatti était partisan d'une stabilisation des changes, non pas par voie de création d'une monnaie internationale, mais plutôt par voie de crédits de banque à banque. C'est un système qui pourrait aussi facilement aboutir au même résultat. Depuis l'armistice du 11 novembre 1918 cette idée a été reprise, d'abord par M. Corréard et aussi par *la Gazette de Francfort* du 20 mai 1920 ; celle-ci envisageait la formation d'un consortium de banque garantissant la conversion des marks en dollars, en livres sterlings et francs à un certain prix, par exemple, disait-elle, au cours de 50 marks pour un dollar en commençant. On fixerait un cours plus favorable au mark à mesure que la situation de l'Allemagne s'améliorerait.

Il n'est surtout plus possible de fixer ce cours d'après les anciens pairs métalliques.

Il n'est plus possible de fixer un change entre les monnaies de papier et les monnaies d'or, parce qu'aucun moyen de comparaison n'existe plus entre les deux étalons. Quelques auteurs ont prétendu que le moyen de comparaison résidait dans le pouvoir d'achat intérieur des deux monnaies. Ce n'est pas très exact, parce que le pouvoir d'achat intérieur d'une monnaie de papier peut varier. L'Etat à monnaie de papier peut continuer après fixation de son change à se livrer à l'inflation. Dans ces conditions, les autres Etats à monnaie d'or pourraient subir de graves dommages. L'Etat à monnaie de papier aurait une façon extrêmement simple de payer ses dettes extérieures. Il n'aurait qu'à émettre du papier national et l'offrir en échange à la banque d'émission internationale. Le résultat serait le même que si un pays à monnaie saine donnait cours légal sur son propre territoire à la monnaie dépréciée d'un autre Etat. Nous devons conclure qu'aucune entente internationale n'est possible en vue de fixer le change des monnaies, si l'on ne prend soin de limiter à l'avance le montant de l'émission permise à chaque Etat. Les fondateurs de l'Union Latine le savaient parfaitement bien.

La plus lourde erreur des projets que nous exposons a surtout consisté à croire que l'on pouvait fixer les changes des devises européennes à un cours égal aux anciens pairs métalliques. Le franc n'est plus une monnaie d'or. Les prix en France ne sont plus des prix d'or. Nous sommes en face d'un vieux projet né avant la guerre, et que la guerre a rendu inapplicable. En notre période de nationalisme éco-

nomique, aucun Etat ne consentirait à lier officiellement le sort de sa monnaie à celui de la monnaie de n'importe quel autre Etat : les Américains nous l'ont bien fait sentir. Il est surtout devenu impossible de fixer, d'après leur teneur théorique en or, le change des monnaies de papier qui ne sont plus remboursables.

II

Si la fixation du change des monnaies d'après les anciens pairs métalliques ne rencontra aucun succès, une autre idée parut plus acceptable et mieux inspirée par une étude précise de la situation des monnaies européennes.

Pourquoi ne pas créer une monnaie internationale, de valeur égale à l'or ? Il suffirait que les pays à monnaie d'or, par exemple les Etats-Unis d'Amérique, l'acceptent comme moyen de paiement autant que leurs propres billets. Ces billets ne seraient pas taxés par rapport aux monnaies dépréciées européennes, celles-ci seraient donc échangées contre eux sur un libre marché. Mais leur cours serait très vite amélioré, car ce qui cause leur dépréciation actuelle, c'est le déficit de la balance des comptes. Or ce déficit disparaîtrait, parce que primitivement tous les billets créés seraient remis aux pays débiteurs, entre les mains de qui ils constitueraient autant de moyens de régler leurs dettes dans les pays à monnaie d'or.

Telle nous semble être la base des systèmes imaginés par M. Delacroix l'ancien président du conseil de Belgique, et par M. Nogaro.

M. Delacroix avait préparé son projet pour la conférence

financière internationale de Bruxelles, et ce projet fut publié dans un des rapports préparatoires de celle-ci, mais déjà à la réunion de 1920 de la conférence interparlementaire de commerce il avait été présenté par M. le baron Decamps, ministre d'Etat de Belgique. M. Delacroix la défendit lui-même à Bruxelles en octobre 1920. En vérité si M. Delacroix a beaucoup insisté sur les conditions dans lesquelles devait se former le grand institut monétaire international qu'il préconisait, une grande incertitude règne au sujet du fonctionnement intime de cet institut, de telle sorte qu'il a pu être présenté sous deux formes différentes, à Paris en mai 1920, à Bruxelles au mois d'octobre de la même année.

A Paris le projet parut être un plan d'émission de monnaie internationale. Des bons-or, dont la valeur serait énoncée en francs-or, seraient émis par un institut international. Ils seraient productifs d'intérêt. Ils circuleraient comme des billets de banque dans le public. Ils seraient garantis par des valeurs-or encore détenues par les pays pour le compte desquels on les émettrait. Quelles seraient ces valeurs-or ? L'ensemble du capital des Etats, mais estimé à sa valeur-or, ou même pour les Etats ayant droit à une indemnité allemande, ce serait les droits aux versements allemands qui formeraient la garantie. M. le baron Decamps a longuement insisté à ce sujet. Le projet Delacroix se rattache au mouvement d'idées, très vivace en 1920, tendant à la mobilisation de la créance interalliée sur l'Allemagne. La mobilisation de la créance interalliée sur l'Allemagne a été mal accueillie en Angleterre et en Amérique parce qu'on doutait de la sécurité de la garantie. La lenteur apportée à la fixation d'un chiffre définitif, la campagne faite en Angleterre en faveur

d'une révision du traité de Versailles, dans le sens d'une réduction des charges imposées à l'Allemagne, et la faveur croissante faite par la presse anglaise à cette campagne sont causes des craintes inspirées aux capitalistes par cette idée. Cependant en elle-même, elle n'était nullement une utopie. Les pays exportateurs auraient parfaitement pu nous prêter sur cette garantie. Mais nous concevons mal que M. Delacroix ait voulu que ces sommes au lieu de nous être avancées par les capitalistes soient remises aux pays débiteurs par un institut d'émission qui les aurait créées lui-même sous forme de monnaie. Ce projet aurait abouti à l'émission d'une vingtaine de milliards de francs de ces bons-or, peut-être plus. Il n'y a pas d'illusions à se faire. Cette énorme émission de monnaie se serait concentrée au seul pays devenu grand exportateur depuis la guerre, aux Etats-Unis. Elle y aurait déterminé une considérable inflation des prix, comme toute création gratuite d'une trop forte quantité de moyens de paiement.

En vain M. Delacroix limitait-il la remise de ses billets aux opérations ayant pour origine l'achat de matières alimentaires indispensables, et de matières premières pour la remise en marche des industries ruinées ; la somme de bons-or à émettre dans ce seul but eût été tout de même considérable.

La conférence parlementaire internationale du commerce à qui ce projet avait été soumis refusa de l'approuver tel quel. On commençait en mai 1920 à rendre l'inflation responsable de tous les accidents d'ordre monétaire dont souffrait l'Europe. On repoussa le projet Delacroix comme pouvant être une cause d'inflation, ou plutôt on l'amenda. Le projet de mobilisation de la créance interalliée sur l'Allemagne fut maintenu, mais

à la condition qu'on ne fasse pas des bons-or que prévoyait M. Delacroix, une monnaie internationale. M. Decamps, chef du service des études économiques de la Banque de France expliqua avec une clarté toute particulière les conséquences qu'aurait l'émission de ces bons-or garantie par les versements allemands (1) : « Le système (mobilisation de la créance interalliée) est bon, mais à une condition, c'est qu'on ne voudra pas faire des bons-or représentant l'indemnité allemande, une monnaie internationale ; on ne doit en faire une monnaie internationale ni directement en leur conférant le pouvoir libératoire, ni indirectement en les admettant à l'échange dans les banques d'émission contre des billets de banque nationaux. Si on essayait d'en faire directement ou indirectement une monnaie internationale, on ruinerait le système à la base, je ne crois pas qu'on puisse le faire accepter par aucun des pays créanciers.

« L'indemnité allemande représente une immobilisation à plus ou moins long terme. Les bons-or qui résulteraient de son fractionnement seront eux aussi, qu'on le veuille ou non, des valeurs immobilisées. Or, les valeurs de cette nature se réalisent sur un marché spécial, un marché où se donnent rendez-vous tous les détenteurs d'épargne qui veulent consentir à s'immobiliser. Ce marché, c'est la Bourse. »

La résolution votée à la fin de la Conférence reproduisit presque mot pour mot cette déclaration. On décida que les bons-or constituant une avance sur les réparations seraient offerts en bourse aux capitalistes.

M. Delacroix cependant ne se considéra pas comme battu.

1. Voir compte rendu des débats de la conférence parlementaire internationale du commerce, p. 115.

Il représenta son projet à la conférence de Bruxelles sans le modifier. Mais il tint cependant à laver celui-ci de l'accusation d'inflation qu'il avait subie à Paris. Il insista donc sur le caractère de « chambre de compensation » de l'institut international qu'il avait prévu. Il ajouta cependant : « Dans la mesure où la compensation ne serait pas possible, et tout spécialement en vue de régler des différences momentanées, l'institut permettra la liquidation des opérations par l'émission des bons-or (1). » C'est seulement dans ce cas-là que des bons-or seront émis. A la vérité cette ^{40.000.000.000}~~prescription~~ ne nous semble pas très importante, car elle ne fixe à l'émission aucune espèce de limite, il faut donc croire que l'émission n'aurait d'autre limite que l'étendue du déficit de la balance du commerce des pays à change déprécié. Ce déficit a été énorme en 1919, 1920 et 1921, notamment pour la France. Aujourd'hui encore, bien que nos importations se soient ralenties, la balance de nos comptes reste déficitaire. Il en est de même pour les autres États d'Europe. Ainsi donc, les émissions de monnaie internationale seraient très importantes, et l'inflation des prix certaine.

Si nous voulons examiner le projet de M. Delacroix, nous verrons pourquoi il ne s'occupe pas d'une réforme monétaire internationale, mais bien plutôt d'une organisation internationale de crédit. Il s'inspire des coutumes de guerre qui considéraient que la monnaie est un instrument de crédit plus ou moins gratuit. Cette émission de bons-or produirait le même effet qu'un grand emprunt sans intérêt. Son influence sur la balance des comptes serait certaine. Elle permettrait à

1. Voir compte rendu des débats de la conférence de Bruxelles, p. 112.

celle-ci d'être équilibrée tout le temps que durerait l'émission de billets. Mais son influence sur les prix ne peut pas être niée non plus. Les acheteurs européens feraient une demande considérable de produits américains, les bons-or se concentreraient aux Etats-Unis où ils augmenteraient considérablement le montant de la circulation. Les Etats-Unis seraient ainsi envahis par une quantité considérable de monnaie qu'ils n'auraient pas émise eux-mêmes. Les prix américains s'élèveraient considérablement sans que l'Amérique en soit en rien responsable.

Il n'y a pas lieu de croire que ces émissions de monnaie produiraient *directement* une inflation internationale, car la monnaie internationale créée ne circulerait pas dans l'ensemble du monde, mais bien seulement dans les pays créanciers. C'est aux Etats-Unis, nous le répétons, que les prix se modifieraient tout d'abord. Les autres États ne seraient atteints que plus tard, et indirectement.

Les financiers américains se sont parfaitement rendu compte du danger qu'une semblable organisation leur ferait courir. Il nous suffit, pour nous documenter sur leur état d'esprit à ce sujet, de lire la lettre que M. Carter Glas secrétaire d'Etat aux finances américaines en 1920 envoya à M. Fergusson président de la Chambre de commerce des Etats-Unis en décembre 1920. C'était peu après le congrès monétaire d'Amsterdam. On sait ce qu'avait été ce congrès. En octobre 1919, il y eut dans les cercles financiers une certaine panique qui se manifesta. Sans aucune mission de leur gouvernement, à titre purement privé, certains économistes américains ou européens, alliés ou neutres, se réunirent à Amsterdam, et en se séparant, rédigèrent un memorandum nettement pessi-

miste, destiné à être adressé aux différents gouvernements. Ce memorandum flétrissait l'inflation monétaire, et toute politique financière tendant à couvrir les dépenses normales par des emprunts. Puis très distinctement il faisait appel à la générosité américaine. La réponse américaine fut dure. La lettre dont nous parlons, et qui servit de réplique à l'adresse d'Amsterdam fut livrée à une grosse publicité. Elle étonna. Les Etats-Unis refusaient à l'Europe tout accord de crédits dont les contribuables américains pouvaient avoir à supporter les fâcheuses conséquences (1). Ils se montraient défavorables aussi à toute politique bancaire pouvant avoir comme conséquence de troubler la situation économique intérieure américaine. Ils tuaient dans l'œuf tous les projets d'émission d'une forte quantité de monnaie internationale.

A Bruxelles huit mois plus tard aucun de ces projets ne fut sérieusement discuté, d'abord parce que le refus de l'Amérique faisait perdre aux projets tout leur intérêt, mais aussi et surtout parce qu'à Bruxelles la question des crédits interna-

1. « It is unthinkable, disait cette lettre, that the people of a country which has been called upon to submit to so drastic a programme of taxation as that adopted by the United states, which called for financing from current taxes a full one third of the war expenditures, including loans to the Allies, should undertake to remedy the inequalities of exchange resulting from a less drastic policy of domestic taxation adopted by the other governments of the World. The remedy for the situation is to be found not in the manufacture of bank crédit in the United States for the movement of export, but in the movement of goods. » Aux américains exportateurs qui unissaient leurs voix à celle de leurs acheteurs européens, de crainte de voir les commandes de l'Europe cesser le jour où les crédits seraient coupés, M. Carter Glas répondait aussi : « The governments of the United states cannot tax the américain people to subsidise the business of our exporters. »

tionaux d'une part, et d'autre part celle de l'amélioration de la circulation fiduciaire et les cours du change avaient été nettement séparées. Le projet Delacroix fut étudié par la commission qui s'occupait des crédits internationaux. Il ne fut pas retenu.

Il ne fut pas question non plus à Bruxelles de la création d'une monnaie internationale *ayant un change fixe* avec les différentes monnaies aujourd'hui dépréciées. Nous pouvons très facilement voir que tous ces projets de monnaie internationale, si avant la guerre ils constituaient réellement une réforme monétaire, et si sincèrement ils avaient pour but une simple amélioration de la situation du commerce international, depuis la guerre sont au contraire des moyens de fournir des devises étrangères aux pays à change déprécié. Le premier de ces procédés est injuste, le second est dangereux. L'un et l'autre ne sont au fond que des procédés de crédit. L'idée de monnaie internationale intervient bien, mais elle n'est pas la plus importante. Ce qui est le plus important c'est le principe de la remise *gratuite* de cette considérable émission au pays débiteur. On le voit particulièrement bien si l'on songe qu'au lieu d'émettre des billets en unité de compte internationale on aurait pu obtenir les mêmes résultats en émettant dans chaque pays créancier des billets en monnaie nationale : dollars, yens, ou livres sterling, remis gratuitement aussi au pays débiteur.

La monnaie internationale n'est que la façade donnée à une organisation de crédits internationaux.

CHAPITRE III

PROJETS DE MONNAIE DE COMPTE INTERNATIONALE REJETANT L'ÉTALON-OR

Nous avons vu plus haut qu'un système de monnaie de compte sans étalon pourrait parfaitement fonctionner. L'histoire nous l'enseigne autant que le raisonnement. On pourrait parfaitement dans un Etat donné construire un système monétaire, analogue à celui de l'ancien régime, où l'or serait taxé légalement par rapport à l'unité de compte, mais pas toujours au même cours : la valeur de l'or par rapport à l'unité de compte varierait comme sa valeur par rapport aux marchandises, de telle sorte que le pouvoir d'achat de l'unité de compte serait absolument stable. On pourrait même faire un pas de plus, et créer un système (comme celui que M. Mongin souhaitait) où l'unité de compte ne serait jamais taxée par rapport à quoi que ce soit. Elle serait indépendante de tout étalon. L'exemple des monnaies dépréciées, sans lien avec l'or, nous prouve bien que ce projet n'est nullement chimérique.

Ce système de monnaie de compte qu'un pays donné pourrait pratiquer, et que certains ont déjà expérimenté, serait-il possible de l'utiliser pour les règlements internationaux ? Pourrait-on créer un système de monnaie internationale indépendante de tout étalon ?

Certains auteurs l'ont espéré, et même ont cru qu'il serait plus facile de créer un système de monnaie sans étalon, si le monde civilisé tout entier s'y ralliait tout d'un coup. En « internationalisant » le système, on faciliterait la solution de plusieurs questions. Tout d'abord, on supprimerait le problème du change entre monnaies d'or et monnaies sans étalon.

Et de plus, il y a danger dans un système de monnaie sans étalon à confier à un état ou à une grande banque le soin d'émettre les moyens de règlement, ou celui de fixer la valeur de l'or par rapport à l'unité de compte ; cet Etat pourrait en abuser, comme jadis l'ont fait les rois de France. Si l'organisme chargé de maintenir la stabilité absolue de l'unité de compte était international, il serait plus indépendant, et n'ayant lui-même ni dettes à acquitter, ni créances à recouvrer, il n'aurait pas d'intérêt à abuser de sa situation.

Ainsi M. Cernuschi n'a-t-il jamais cru que le système pût exister autrement qu'international. Dans *l'Anatomie de la monnaie*, on peut lire : « Au point de vue de la science abstraite on peut cependant affirmer que si toutes les nations fondées ne formaient qu'un seul Etat, elles pourraient se passer de monnaie automatique. Pourvu que l'autorité n'en augmente l'émission qu'au fur et à mesure de l'augmentation de la population, le papier-monnaie serait un excellent « Prétiographe » et un « prétiophore » très économique » (1).

Et cependant nous devons constater une chose, c'est que depuis Cournot jusqu'à notre époque, la question, même en doctrine, n'a fait aucun progrès. On en est encore à discuter sur les avantages pratiques de la réforme, et sur sa possibi-

1. Voir Henri Cernuschi. *L'anatomie de la monnaie*, p. 26.

lité, mais avant 1914, aucun plan de réalisation pratique n'avait été présenté. Faut-il en conclure que le système est pratiquement irréalisable ?

Nous aurions tort de conclure ainsi trop vite. La difficulté actuelle des règlements internationaux nous a donné un peu d'imagination, et quelques plans viennent d'être proposés. Nous avons notamment trouvé deux plans intéressants, dont l'un, dû à M. Nogaro, semble s'inspirer de la formule de M. Mongin, et l'autre paru dans le *Bulletin quotidien de la Société d'études et d'informations économiques* du 7 janvier 1922, nous semble plutôt rappeler le système que préconisait Cournot.

On prétend surtout, par ces systèmes chercher à éviter les fluctuations de la valeur de l'or. Mais la raison ainsi invoquée n'est qu'un prétexte, et le véritable but en vue est bien plutôt de faire revenir les changes européens à la parité de pouvoir d'achat. Si l'on blasphème très fort, contre l'or, c'est pour masquer un peu le véritable but que l'on se propose.

On se livre en effet un peu partout aujourd'hui à de vives récriminations contre le précieux métal, qui se sont manifestées plus spécialement à deux époques différentes : pendant la guerre, lors de l'apparition en Allemagne d'un livre de M. Bendixem (1), depuis quelques mois, à cause du gros succès fait au dernier mémorandum que le professeur Cassel a envoyé à la Société des Nations.

Il est curieux de remarquer que M. Bendixem et le professeur Cassel énumèrent tous les deux les maux dus à l'emploi

1. Voir *Währungspolitik und Geldtheorie im Lichte des Weltkrieges*, p. 35.

de l'or comme étalon, bien que leurs points de départ soient tout à fait opposés. M. Bendixem croyait que la guerre avait considérablement réduit le pouvoir d'achat de l'or. Sans doute songeait-il en prétendant cela, d'abord à la hausse considérable des prix qui eut lieu jusqu'en 1920, hausse se manifestant même dans les pays utilisant encore la monnaie d'or. Peut-être aussi pouvait-il faire allusion à la politique économique de la Suède, qui pendant la guerre refusa de recevoir l'or qu'on voulait lui expédier et préféra être payée en marchandises. L'or semblait à cet auteur n'avoir plus aucune stabilité. Il devenait un étalon déplorable. Bendixem concluait au détronement de l'or.

Le professeur Cassel dans son second mémorandum, adressé à la Société des Nations en octobre 1921, croit au contraire que l'or est surapprécié, et qu'il ne peut plus servir d'étalon au commerce international, parce que les pays qui n'en ont pas ne peuvent pas s'en procurer. Ceci est assez exact : l'or n'a plus de valeur stable aujourd'hui. Pour les pays européens, sa valeur dépend en effet uniquement du cours du dollar sur le marché des changes. Les Etats-Unis sont en effet le seul pays qui laisse encore circuler librement l'or à l'intérieur ou même à l'extérieur de ses frontières. Les encaisses métalliques des banques européennes ne servent plus à rien. L'or qui s'y trouve accumulé y est sous-apprécié par la loi bien au-dessous de ce qu'il vaut sur le marché. Quant à l'or neuf, apporté des mines sur le marché de Londres, il tend à prendre un prix déterminé par le cours du dollar américain. Les Anglais ont en effet, tout en maintenant la défense d'exporter de l'or, accordé de très larges dispenses. Les producteurs d'or bénéficient notamment d'une

licence permanente d'exportation. L'or des mines peut donc être vendu librement sur le marché de Londres, mais il tend naturellement à partir dans le pays où il est coté le plus cher c'est-à-dire en Amérique. Dans chaque pays, l'or est une marchandise taxée mais depuis la guerre, étant donné que les différents hôtes des monnaies n'ont pas changé les prix auxquels ils achètent l'or, et que d'autre part le cours des devises s'est modifié, on est arrivé à ce résultat que le prix auquel l'or est acheté, est aujourd'hui très différent suivant les pays. C'est en Amérique que l'or est taxé au plus haut prix, c'est donc en Amérique que l'or tend à partir. En effet l'or ne fait que passer sur le marché de Londres et part out aussitôt en Amérique. Londres a ainsi trouvé le moyen de rester le grand marché mondial de l'or, sans que cependant la Grande-Bretagne en achète beaucoup pour son propre compte.

La situation que nous venons de dépeindre a donné de lamentables résultats. L'or et le dollar sont devenus solidaires ; d'autre part tout lien est rompu entre l'or et les autres monnaies. Ainsi l'or a perdu toute stabilité soit pour l'Europe, soit pour l'Amérique. Pour l'Europe la valeur de l'or dépend des cours du dollar qui varient tous les jours. Pour l'Amérique la valeur de l'or est intimement liée à la politique d'inflation ou de déflation suivie par les banques américaines. Depuis deux ans les prix étant tombés en Amérique de 50 % on peut dire que la valeur de l'or a augmenté d'autant.

Après avoir étudié la situation du marché international de l'or, le professeur Cassel demande en conclusion que l'on évite autant que possible d'utiliser l'or comme étalon monétaire international. Il ne faut plus notamment exiger en

marks or le paiement de ce que l'Allemagne doit aux Alliés. Le mémorandum souhaite que pour les règlements des dettes interalliées un accord soit passé spécifiant de quelle façon les pays débiteurs devront s'acquitter à l'égard de l'Amérique créancière. Quant au nouveau mode de paiement à adopter, il n'y en a pas de prévu par le professeur Cassel. Celui-ci se contente de souhaiter à ce sujet une réunion d'experts. En fait il ne parle pas de l'adoption d'une monnaie de compte internationale non basée sur l'or. L'éminent professeur a reculé devant un projet aussi audacieux.

Dans une étude (1) parue avant les mémoires du professeur Cassel, M. Nogaro avait défendu la même idée, mais il avait fait un pas de plus, et s'était avoué partisan de la suppression de l'or comme étalon international, et de l'adoption d'une monnaie de compte internationale indépendante de l'or.

Si M. Nogaro répudie l'étalon or, c'est pour plusieurs raisons. Tout d'abord, il serait bon de pouvoir empêcher que l'accroissement du stock monétaire mondial ne dépende que des aléas de la production aurifère : c'est l'argument, très justifié d'après nous, qu'avaient déjà présenté Cournot, M. Mongin ou Irving Fisher. Mais M. Nogaro a un autre but : il croit que l'heure présente serait bonne pour créer une monnaie de compte internationale, parce qu'elle pourrait permettre une stabilisation des changes européens. La monnaie ainsi créée sous forme de billets internationaux serait remise aux pays d'Europe dont la balance des comptes n'est

1. Voir l'article de M. Nogaro dans le *Monde Nouveau* de juin-juillet 1919.

pas équilibrée. Ce serait, pour eux, et M. Nogaro l'avoue, un moyen d'emprunter sans avoir à payer d'intérêt.

Il n'y a pas dans l'article que nous analysons l'exposé d'un plan complet d'organisation d'une monnaie de compte internationale. M. Nogaro ne nous dit pas ce que sera l'organisme émetteur de monnaie internationale, ni quelle sera l'unité de compte choisie. On ne trouve que deux choses dans cette étude : la défense d'une idée théorique, à savoir qu'une monnaie non gagée sur l'or pourrait parfaitement être émise et répandue à travers le monde pour y jouer le rôle actuel de l'or, à condition qu'elle reçoive le cours légal dans l'ensemble des États, ce en quoi nous sommes de l'avis de M. Nogaro. Puis dans cette étude nous trouvons cette affirmation que la réforme serait immédiatement réalisable, et particulièrement opportune.

C'est à ce sujet que nous voudrions pouvoir faire quelques reproches à M. Nogaro. Nous croyons que la création d'une monnaie de compte internationale serait possible, mais dans d'autres conditions que celles où nous vivons. Quelques économistes prétendent que le maintien de l'or comme étalon international est une faute. Il est certain cependant qu'en constatant l'abus que l'on a fait dans certains pays des monnaies sans lien avec l'or, les peuples qui ont encore une circulation intérieure basée sur le précieux métal restent très attachés à leur système. On ne ferait pas renoncer les États-Unis à l'étalon or, et à l'heure actuelle aucune organisation monétaire internationale n'est possible sans eux.

Si M. Nogaro croit que la création d'une monnaie de compte internationale serait particulièrement opportune aujourd'hui, nous avons vu pourquoi. C'est parce qu'il espère que

les instruments de paiement ainsi créés seraient remis gratuitement aux pays d'Europe dont la balance des comptes est restée déficitaire. M. Nogaro essaie de justifier une émission très abondante de monnaie internationale :

Les transactions internationales, dit-il, se sont développées considérablement depuis la guerre et vont se développer encore. Cela nécessitera un accroissement considérable du stock de monnaie en circulation. De plus le monde est, à l'heure actuelle, divisé en deux catégories de pays : Les pays débiteurs et les pays créanciers. Les premiers n'ont plus de quoi payer aux autres. Le commerce extérieur va se trouver handicapé s'ils ne trouvent pas les moyens de paiement nécessaires. On pourrait remédier à cette situation en leur remettant gratuitement la monnaie qui serait émise. On devrait donc émettre une quantité de billets égale au stock d'or mondial, et M. Nogaro croit qu'une émission de 50 ou 60 milliards de billets ne serait pas excessive pour le monde entier.

M. Nogaro croit qu'on pourrait éviter l'inflation des prix en prenant certaines garanties, par exemple en empêchant la circulation effective de la monnaie ainsi créée, dans le public des pays ayant accepté cette monnaie internationale. Dans ce but l'auteur semble désirer que cette monnaie soit émise sous forme de très grosses coupures qui serviraient seulement de moyens de règlement entre les grandes banques d'émission. Il cite une proposition de M. Bokanowski, tendant au même but.

Nous avons peine à croire qu'une pareille garantie soit suffisante contre l'inflation. Il faut bien voir les choses telles qu'elles sont. La somme de monnaie à créer ne resterait pas en Europe. Elle irait en Amérique, où elle serait acceptée

par les grandes banques fédérales de réserve. Croit-on que celles-ci accepteraient de bon cœur ces titres, et qu'elles se contenteraient de les garder sans les employer ? Elles les feraient certainement circuler dans le public américain, soit en les utilisant elles-mêmes comme moyens de paiement, soit en émettant des billets sur cette garantie. L'inflation se produirait quand même. Elle se produirait d'autant plus vite que la situation actuelle du marché empêcherait ces billets de circuler dans l'ensemble du monde. Ceux-ci iraient se concentrer dans le pays créancier c'est-à-dire aux États-Unis, et ainsi cette masse de papier jetée en peu de temps sur un seul État ne pourrait pas manquer d'agir immédiatement et fortement sur les prix.

Ainsi donc nous croyons que la réalisation du plan esquissé par M. Nogaro produirait une inflation considérable. Ce plan aboutirait au même résultat que celui de M. Delacroix. En fait la différence entre les deux projets consiste simplement en ce que M. Delacroix voulait créer des « bons-or », tandis que M. Nogaro rejette délibérément tout étalon. Ceci achèvera de nous convaincre qu'entre les systèmes de monnaie réelle et les systèmes de monnaie de compte, la différence est minime, et qu'il ne faut pas attribuer à la monnaie de compte le privilège d'arriver à des résultats dont un système de monnaie réelle serait incapable.

Mais, dira-t-on, on pourrait peut-être, en créant un système de monnaie de compte internationale, éviter cette inflation, par exemple en ne remettant pas aux pays ruinés l'ensemble des moyens de paiement ainsi créés, en ne leur remettant qu'une quote-part, parallèle au chiffre de leur population. Cela serait possible mais ferait perdre au système toute son

utilité. Les pays ruinés exporteraient au plus vite tout leur stock de billets internationaux, afin de pouvoir payer leurs lourdes dettes. Ils n'auraient bientôt plus en circulation que de la monnaie nationale dépréciée, et ne participeraient plus aux avantages de la monnaie internationale. Leur devise accuserait par rapport à la monnaie internationale les mêmes fluctuations qu'aujourd'hui par rapport au dollar. La création d'une monnaie de compte internationale n'aurait servi à rien.

Nous croyons donc que les circonstances actuelles ne se prêtent pas à la réalisation immédiate du séduisant projet.

Mais nous trouvons un projet qui nous semble un peu mieux inspiré dans un article du *Bulletin Quotidien de la Société d'études et d'informations économiques* du 7 janvier 1922. L'auteur de cet article nous semble s'être inspiré de deux idées différentes : la première c'est que l'or ne peut plus jouer son rôle d'étalon international, et que sa répudiation définitive est nécessaire. La seconde c'est qu'en instituant un nouveau système de comptabilité internationale on pourrait tenter de remédier aux vices du marché des changes, soit à l'instabilité, soit à l'excessive dépréciation des monnaies de papier.

Il y aurait peut-être un moyen de fournir aux pays à monnaie de papier des moyens de règlement à l'étranger, à un prix dépendant non pas du cours des changes, mais dépendant du pouvoir d'achat intérieur de chacune de ces monnaies de papier. L'auteur de notre article semble se rappeler le système préconisé par Cournot. Au-dessus des monnaies réelles serait établie une monnaie de compte, dont le cours varierait par rapport aux monnaies réelles d'après le pouvoir

d'achat de celles-ci. Ainsi la monnaie de compte représenterait toujours un même pouvoir d'achat par rapport aux marchandises.

Le commerce international utiliserait une monnaie de compte, qui se superposerait aux monnaies nationales. Il y aurait quand même des phénomènes de change rendus nécessaires par la présence simultanée de plusieurs systèmes monétaires. Mais le prix des devises dépréciées ne serait plus abandonné à la loi de l'offre et de la demande. Le grand organe émetteur de monnaie internationale fournirait du change à prix fixe à tous les acheteurs des pays à monnaie dépréciée. Et le prix qu'il exigerait serait basé sur le pouvoir d'achat intérieur de chaque monnaie.

La réforme serait possible grâce à une audacieuse organisation de crédit que nous allons exposer ; le système est assez compliqué, mais pas aussi utopique qu'il ne le semble à première vue.

Une banque internationale ouvrirait des comptes en une nouvelle unité de compte qui s'appellerait le besant-banco (1). Cette banque placerait ou chercherait à placer dans les pays à monnaie saine, par exemple en Amérique, des obligations à long terme aussi nombreuses que possible, puis elle prêterait au pays à change déprécié les sommes ainsi obtenues. Elle emprunterait ainsi de la monnaie saine, des dollars, mais ne consentirait des avances aux pays à change déprécié qu'en libellant celles-ci en sa propre unité de compte, le

1. On sait ce que désigna originairement le mot besant. On appelait ainsi les monnaies d'or frappées à Byzance au temps des Croisades, d'abord les monnaies musulmanes frappées par les khalifes, puis celles frappées ensuite par les croisés.

besant-banco. La banque n'avancerait des besants que jusqu'à concurrence de la somme des obligations en dollars déjà souscrites. En somme ce serait des dollars que la banque avancerait indirectement.

Pour faire ces avances elle exigerait des garanties. Elle prendrait des hypothèques sur tels ou tels biens fonciers, ou demanderait à ses emprunteurs qu'ils lui affectent en garantie tels ou tels produits. Mais, et c'est là que réside l'innovation, au lieu de demander en garantie une somme de valeurs calculée d'après le cours du change, elle fixerait un cours de change fictif tous les trois mois, cours basé le plus exactement possible sur la parité de pouvoir d'achat. Par exemple lorsqu'elle avancerait à un Allemand une somme de besants égale à 100 dollars, au lieu de lui demander en garantie des produits allemands d'une valeur de 25.000 marks, ce qui représenterait la garantie normale puisque en mars 1921 le dollar vaut en moyenne 250 marks, la banque se contenterait d'une garantie beaucoup plus faible basée sur le calcul de la parité de pouvoir d'achat d'après les nombres-indices, par exemple 12.500 ou 15.000 marks. En somme elle exigerait en garantie un certain nombre de produits, assez élevé pour pouvoir couvrir tous ses risques, s'ils pouvaient être vendus en dollars sur le marché américain. Ces produits vendus à New-York représenteraient bien une valeur égale et même supérieure à celle des dollars avancés sous le masque des besants. Mais ils ne peuvent être vendus que sur le marché allemand. Leur prix en marks est très bas. Après les avoir vendus, après avoir transformé en dollars les marks ainsi obtenus, la banque aurait en mains une somme de dollars insuffisante, qui ne lui permettrait pas de restituer ses pro-

pres prêteurs. En agissant ainsi, la banque court donc un risque formidable. La garantie qu'elle exige est plus faible que la somme qu'elle avance. Va-t-elle donc fatalement être acculée à la faillite ? L'auteur de notre article ne l'a pas cru. Voyons comment la banque pourrait se couvrir contre ces risques.

La banque est un audacieux spéculateur qui espère qu'un jour les changes reviendront à la parité [de pouvoir d'achat. Elle ne peut pas faire faillite si sa spéculation réussit, c'est-à-dire si les devises européennes sont revenues à la parité avant l'échéance des obligations qu'elle a elle-même contractées dans les pays à bonne monnaie. Mais comment ces devises pourraient-elles revenir à la parité ? Elles le pourraient de deux façons : d'abord par une amélioration des cours des monnaies de papier sur le marché des changes, le pouvoir d'achat intérieur de ces mêmes monnaies de papier restant invariable. Mais c'est une hypothèse sur laquelle on ne peut guère compter, et nous pouvons envisager plutôt l'autre moyen : une hausse considérable des prix pratiqués à l'intérieur des pays à monnaie de papier, en face de cours du change invariables. Malgré toutes les apparences on peut considérer cela aussi comme un rétablissement monétaire.

La banque pourrait envisager ces deux hypothèses, et suivre une politique déterminée par les conditions du marché. En effet le besant n'aurait pas toujours la même valeur à l'égard des monnaies dépréciées, mais il garderait toujours la même par rapport aux marchandises. C'est ainsi que l'on peut dire qu'il serait une monnaie de compte reposant sur le système de l'étalon multiple. Ceci dit, nous allons comprendre comment la banque procéderait : tous les trois mois la banque fixe-

rait la valeur calculée en marks des garanties qu'elle exige en échange d'un besant. C'est comme si la banque fixait un cours entre le mark et le besant, mais un cours qui pourrait changer tous les trois mois. Si le pouvoir d'achat de la monnaie nationale augmente, si les prix diminuent, la banque diminuera le chiffre des monnaies nationales dépréciées à remettre pour avoir un besant ; au contraire si ce pouvoir d'achat diminue elle exigera au contraire des garanties ayant une valeur supérieure aux monnaies nationales.

Supposons que le retour à la parité de pouvoir d'achat s'effectue par une hausse du prix des marchandises en face d'un change invariable ; si la banque reçoit en garantie des marchandises, elle en acceptera toujours la même quantité. Mais si elle reçoit des traites libellées en marks, elle exigera, pour accorder la même somme de besants, une traite d'un montant supérieur.

Et ainsi le jour où la dépréciation du mark sur le marché intérieur aura rejoint la dépréciation du mark sur le marché du change, notre banque fournira aux Allemands des devises étrangères au même prix que n'importe quelle autre banque. Si sa spéculation réussit, c'est-à-dire si la dépréciation du mark (ou de tout autre monnaie dépréciée, par exemple la couronne ou le leu) sur le marché intérieur, rejoint sa dépréciation sur le marché des changes, avant que les obligations contractées par la banque en bonne monnaie ne soient arrivées à échéance, la banque ne pourra être mise en faillite. Elle pourra facilement ce jour-là payer ses créanciers américains, puisqu'elle aura à ce moment-là des garanties ayant une valeur égale ou supérieure à ses engagements.

Supposons d'autre part que les changes reviennent à la

parité de pouvoir d'achat par l'autre moyen, par un rétablissement de la monnaie dépréciée sur le marché des changes en face de prix intérieurs invariables. Cela ne peut porter atteinte au système. Bien au contraire, la banque n'aura même pas dans ce cas à modifier tous les trois mois le cours du besant par rapport à la monnaie nationale dépréciée, elle n'aura qu'à le laisser fixe. C'est le cours du change entre le dollar et la monnaie dépréciée, disons par exemple le mark, qui de lui-même se déplacera, et deviendra à peu près égal au cours fixé à l'origine entre le besant et le mark. Reprenons notre exemple. Nous dirons que si la banque a prêté à l'Allemand des besants, à 125 marks par besant, au temps où le dollard sur le marché des changes valait 200 marks, le jour où le cours du dollar sur ce même marché de changes vaudra de nouveau 125 marks, c'est-à-dire le jour où les devises seront de nouveau à la parité de pouvoir d'achat, la banque pourra parfaitement, tout en n'exigeant que 125 marks de ses emprunteurs, rembourser les obligations contractées en bonne monnaie, par exemple en dollars, constatant les emprunts qui lui ont été à elle-même consentis.

Pour faciliter d'ailleurs le fonctionnement de ce mécanisme délicat, l'article que nous étudions prévoyait que la banque créerait un fond d'amortissement constitué par l'accumulation d'une partie des intérêts versés par les emprunteurs, intérêts qui seraient très élevés, mais que la banque pourrait facilement et légitimement exiger comme contre-partie des risques très importants qu'elle accepte de courir. « Pour assurer le service des obligations souscrites en bonne monnaie, et converties en prêts basés sur le pouvoir d'achat intérieur, c'est-à-dire avec une perte représentant la différence entre ce

pouvoir d'achat et le change, il serait constitué un fond d'amortissement alimenté par une prime spéciale. En somme l'opération reviendrait à répartir sur la durée entière des crédits et des obligations une perte qui serait surtout importante au début, et qui s'atténuerait peu à peu. »

Le plan nous semble très ingénieux, mais il nous semble très difficile à réaliser. En somme la banque, nous l'avons déjà dit, nous semble devoir jouer le rôle d'un audacieux spéculateur. Elle offrirait du change à bon marché à un moment où le change est très cher, parce qu'elle compte sur une amélioration progressive des devises dépréciées. Son bénéfice lui vient de ce qu'elle obtient un très gros intérêt des gens à qui elle prête, en compensation des risques qu'elle court. Ce plan à nos yeux a les mérites et les défauts d'une spéculation un peu risquée : si l'événement escompté se produit, tout se passera très bien. Si les changes reviennent à la parité de pouvoir d'achat avant la date prévue pour le remboursement des obligations que la banque a contractées dans les pays à bonne monnaie, les affaires de la banque marcheront très bien. Sinon, la spéculation de la banque échouant, celle-ci sera inévitablement acculée à la faillite. Le système donc mérite ce reproche fondamental d'être basé sur un calcul qui peut très bien ne pas réussir, et de ne pouvoir arriver à un succès que si se réalise un événement précis : le retour des changes à la parité, événement dont nul ne peut prévoir la date, et dont on peut même douter qu'il arrive.

C'est d'autant plus dangereux que ce n'est pas son propre argent que la banque emploie à faire ses avances. Nous avons vu en effet qu'afin de prêter aux pays à change déprécié, la banque est obligée d'obtenir du crédit des pays à bonne

monnaie. La banque devra obtenir un crédit des Etats-Unis d'Amérique, elle devra y placer des obligations. Cette émission d'obligations pourra-t-elle facilement réussir ? Depuis deux ans on s'ingénie, et presque sans succès, à placer des emprunts en Amérique du Nord. Il a fallu passer par toutes les exigences des capitalistes américains, leur offrir un taux d'intérêt auquel l'Europe n'avait jamais été habituée (la France là-bas emprunte à 8 %). La crise économique aurait dû pousser les commerçants américains en quête de débouchés, à offrir des crédits à leurs acheteurs européens. On sait cependant à quel échec aboutit la loi Edge. Les Américains ne sont pas encore habitués à placer leurs capitaux hors de chez eux, voilà ce que montre très clairement l'expérience des trois dernières années. Si même ils consentent à prêter, un souci pour eux dépasse celui d'obtenir des garanties, c'est le soin qu'ils mettent à stipuler un délai généralement assez court de remboursement. Ils n'aiment pas immobiliser pendant très longtemps leurs capitaux dans une même affaire. Comment donc, en face de cette défiance des capitalistes américains, peut-on espérer qu'ils souscriraient aux obligations émises par notre banque ? Consentiraient-ils jamais à placer leurs capitaux dans une si hasardeuse spéculation ? C'est douteux. On va nous opposer que, cette spéculation à la hausse des devises européennes, ils s'y livrent déjà isolément, sans que soit instituée la grande Banque dont parle notre projet. Les dettes de l'Europe à l'Amérique sont payées en partie par des Américains spéculant à la hausse des devises européennes, M. Decamps nous l'a très clairement montré. Mais si ces Américains acceptent d'acheter aujourd'hui des monnaies européennes, c'est parce qu'ils espèrent eux-mêmes s'appro-

prier la différence entre la valeur actuelle de ces monnaies et leur valeur ultérieure, lorsque le cours de celles-ci se sera rétabli sur le marché des changes. Nous croyons que ces mêmes spéculateurs américains, qui nous avancent si volontiers aujourd'hui des dollars à court terme, refuseraient sans doute de les avancer pour très longtemps. Ils veulent pouvoir retransformer en dollars leurs crédits libellés en francs au moindre signe d'une baisse prochaine de notre devise. Ils hésiteraient donc quelque temps avant d'accorder des capitaux à long terme à notre banque. Et de plus on doit se demander s'ils ne se refuseraient pas à courir le risque d'une spéculation très dangereuse dont le succès ne leur rapporterait pas un gros bénéfice.

Ainsi donc, si les capitalistes américains consentaient à avancer des fonds à notre banque, ils exigeraient sans doute la restitution de ceux-ci en un délai assez court. C'est justement cela que la banque doit éviter. Nous avons vu que la banque internationale ne peut fonctionner qu'avec l'espoir de rattraper sur ses dernières opérations les pertes que les premières lui imposent. Il faut absolument que la banque ne soit pas tenue de rembourser les dollars avancés par ses prêteurs américains avant que sa spéculation ait complètement réussi, c'est-à-dire avant que la dépréciation interne du mark soit devenue égale à sa dépréciation externe. La banque a besoin de crédits à très long terme. Nous ne croyons pas les capitalistes américains décidés à les lui fournir.

En définitive nous croyons que le plan est bien construit. Il n'y a scientifiquement aucune raison de croire à la fatalité de son échec, nous croyons qu'il ne méconnaît aucun principe économique, mais nous craignons que la mauvaise vo-

lonté des capitalistes américains n'empêche qu'il soit jamais tenté.

En résumé, il nous semble que le système, s'il était une fois essayé, pourrait réussir à une double condition : d'abord que l'émission par la banque d'obligations libellées en bonne monnaie, disons en dollars, obtienne un plein succès, et accorde à la banque des sommes assez élevées pour lui permettre de faire face au déficit de la balance des comptes européenne, puis que l'on ait la certitude absolue d'un retour prochain des changes à la parité de pouvoir d'achat.

Ce qui nous intéresse tout particulièrement, étant donné le titre de notre travail, c'est de voir en quoi l'heureux résultat escompté serait dû à l'adoption d'une monnaie de compte internationale. Ne nous y trompons pas : la monnaie de compte ne joue qu'un très petit rôle dans le projet. L'auteur de notre article, après avoir dit qu'il fallait « écarter la monnaie rapportée à l'or » nous propose un système qui au fond est basé sur l'étalon or. Le besant n'est qu'un masque. Il n'est en rien différent du dollar. C'est si l'on veut un dollar à l'usage de l'Europe. Ce sont des dollars que la banque nous avancerait, indirectement il est vrai, mais ce serait tout de même des dollars qui auraient changé de nom. Dans l'article il n'est pas parlé du dollar. Il n'est parlé que « d'obligations émises dans les pays à bonne monnaie ». Qu'est-ce aujourd'hui que la bonne monnaie, sinon l'or ? C'est de l'or que représenterait le besant-banco, c'est de l'or que la banque nous avancerait sous ce nom. Remarquons que le même succès pourrait tout aussi bien couronner cette tentative de stabilisation si, au lieu d'imaginer une monnaie de compte nouvelle, le besant-banco, la banque avait établi tout ses comptes en dol-

lars. Il nous semble donc bien que tout l'espoir né de ce projet ne tient en rien à l'adoption d'une monnaie de compte internationale. Il est dû à l'opération de crédit tentée par la banque. Ce qui permet la stabilisation des changes européens, ce n'est pas la création du besant-banco, c'est les obligations souscrites par les capitalistes américains.

Ainsi donc nous en revenons toujours au même point. Ce n'est pas de la création d'une monnaie de compte internationale que l'on doit attendre la stabilisation des changes européens. Nous venons d'étudier deux projets qui tous les deux comportaient la création d'une monnaie de compte internationale, mais aussi et surtout la remise d'une provision de change aux peuples européens. Le projet de M. Nogaro prévoyait une remise *gratuite* de moyens de paiement *créés* dans ce but. Nous croyons qu'il aurait été cause d'une dangereuse inflation. Le second projet prévoit des accords de crédits portant intérêt, et c'est pourquoi il est moins dangereux que l'autre, mais le succès de l'emprunt qu'il prévoit dépend trop des bonnes dispositions du public américain.

Nous devons donc revenir à cette vieille idée : l'équilibre de la balance des comptes peut seul permettre une stabilisation du cours des changes. Aujourd'hui, seule une opération de crédit de large envergure, en ramenant la balance à l'équilibre, peut être un remède. La monnaie de compte internationale n'y est pour rien. Nous ne voyons même pas en quoi elle faciliterait l'émission de l'emprunt international nécessaire.

Nous avons vu que les partisans d'une monnaie de compte internationale se prétendaient déterminés par un autre but :

donner au monde une monnaie présentant plus de stabilité que l'or. Nous ne croyons pas que cet argument soit très sérieux. Sans doute aujourd'hui, l'or coûte cher aux États européens, comme le professeur Cassel l'a démontré dans son memorandum. Mais à quoi cela tient-il ? Cela tient peut-être à ce que la production de l'or s'est ralentie, mais cela tient surtout à ce que l'or et le dollar sont devenus solidaires l'un de l'autre. Presque toutes les monnaies européennes accusent un certain disagio par rapport au dollar, un disagio supérieur à leur dépréciation interne. On a donc de la peine à se procurer de l'or. La même difficulté existerait, quelle que soit la monnaie internationale. Quand bien même celle-ci ne serait plus basée sur l'or, les pays européens auraient la même peine à s'en procurer. Son prix continuerait de dépendre du cours des changes. En effet, il est probable que cette monnaie internationale serait expédiée dans les pays à balance favorable, et que sa valeur dépendrait, comme celle du dollar aujourd'hui, à la fois des tentatives d'inflation ou de déflation auxquelles se livreraient ces pays, et de l'état de la balance des comptes des autres pays. La réforme de la circulation internationale ne doit pas être recherchée dans une modification de l'étalon, mais dans un retour à l'équilibre de la balance des pays européens. Cela seul peut redonner à la monnaie internationale la stabilité perdue, et empêcher sa valeur de dépendre des caprices de la politique monétaire et commerciale d'un seul grand Etat.

En fait le rejet de l'or comme étalon ne faciliterait pas, croyons-nous, la solution du problème actuel. Il la compliquerait plutôt.

Tout d'abord il provoquerait la résistance de tous les pays possédant la plus grosse partie du stock d'or mondial. Les États-Unis n'accepteraient pas la répudiation de l'or. Et alors quelle serait la valeur d'un accord monétaire conclu sans eux ? Où serait l'intérêt d'une union monétaire dont ils ne feraient pas partie, puisqu'ils sont créanciers du reste du monde, et que le problème des règlements à effectuer chez eux resterait absolument entier ?

La seconde difficulté viendrait de ce que l'on ne sait pas encore très bien dans quelles conditions serait émise la nouvelle monnaie. Avant la guerre, il n'était encore paru aucun plan de réalisation pratique du système. Les deux projets exposés ci-dessus ont-ils fait avancer la question vers une solution ? Mais non, ils se contentent de greffer un système de crédit sur la vieille idée de monnaie de compte, mais ils ne précisent pas du tout comment serait construit l'organisme émetteur de monnaie de compte, ni comment il jouerait son rôle stabilisateur.

M. Nogaro dans un article récent semble désirer que ce ne soit pas un organisme de crédit, ni une banque (1). Que sera-ce donc ? On ne voit pas bien, et l'histoire ne nous fournit aucun exemple d'institut stabilisateur de ce genre. Supposons que l'on adopte une unité de compte *absolument indépen-*

1. Voir la *Revue Economique internationale* de février 1922, p. 154. « Mais il faut convenir que la fonction d'escompte et la fonction monétaire sont parfaitement distinctes... » et un peu plus loin : « ... Dès lors, ne conviendrait-il pas de confier à des organismes différents des fonctions aussi nettement distinctes. Ne conviendrait-il pas qu'un Institut international d'émission fut autre chose qu'une banque d'émission internationale ? »

dante de tout étalon, quel serait le moyen de stabilisation que posséderait l'institut émetteur ? Ce serait d'émettre une plus grande quantité de moyens de règlement, de billets par exemple, dans les périodes de baisse des prix, de retirer des billets au contraire en temps de hausse. Comment y arriverait-il ? A qui remettrait-il les billets nouvellement créés ? Sur qui opérerait-il ces retraits de billets, s'il n'est lui-même en compte avec les détenteurs de monnaie, s'il n'est organisme de crédit ?

Une monnaie sans étalon ne serait pas forcément stable. Sa valeur dépend de la politique suivie par l'organisme qui l'émet. Ainsi donc, tant que n'aura pas été précisée la façon de créer cet organisme, de le maintenir indépendant des gouvernements, tant que l'on n'aura pas exactement déterminé comment il pourra procéder à des émissions ou à des retraits de monnaie, le rejet de l'étalon-or ne pourra que compliquer encore le problème des règlements internationaux.

CHAPITRE IV

PROJETS DE MONNAIE DE COMPTE INTERNATIONALE BASEE SUR L'ETALON-OR.

Les projets de monnaie de compte internationale répudiant tout étalon avaient de très hautes ambitions. Ils espéraient une stabilisation des cours du change.

Les projets de monnaie de compte basée sur l'or sont beaucoup plus humbles. On ne les défend pas, comme les premiers, avec des arguments théoriques brillants ; on ne les présente pas comme supérieurs aux systèmes de monnaie réelle, mais seulement comme plus faciles à réaliser : pour créer une monnaie réelle internationale, il faudrait réunir de grandes conférences internationales lentes et bavardes. La création d'une monnaie de compte pourrait n'être due au contraire qu'à une simple initiative privée. Une simple banque pourrait suffire à la faire vivre. Mais cette seconde conception de la monnaie de compte, bien que moins séduisante que l'autre en théorie, a pu quand même être défendue avec plus de fermeté par ses partisans, car ceux-ci peuvent s'appuyer sur un exemple historique : les opérations des anciennes banques de change. Nous verrons si le succès de ces banques peut vraiment aujourd'hui être invoqué par les partisans d'une monnaie de compte.

Les systèmes auxquels nous arrivons se présentent sous

un aspect moins audacieux et plus simple. Pas d'appel au crédit, pas d'émission de monnaie internationale, pas de taxation des monnaies aujourd'hui existantes par rapport à l'unité de compte internationale. Rien d'autre que le simple choix d'une nouvelle unité de compte, et la constitution d'une banque chargée de la faire vivre.

Avec des moyens aussi simples, quel but prétend-on atteindre ? On n'espère pas stabiliser le change des devises dépréciées. Mais alors en quoi, va-t-on dire, l'adoption d'une unité de compte internationale pourra-t-elle servir aux pays à change déprécié ? Puisque les monnaies nationales continueraient d'accuser, à l'égard de la monnaie internationale, la même dépréciation qu'aujourd'hui à l'égard du dollar, où serait donc l'avantage de la réforme ?

L'avantage consisterait en ce que le système permettrait aux pays à change déprécié d'utiliser une monnaie stable, indépendante des cours des monnaies nationales actuelles. Se désintéressant de celles-ci, les abandonnant à leurs fluctuations incessantes, on créerait une monnaie nouvelle, stable, qui de plus en plus serait utilisée dans les transactions, jusqu'au jour où elle se substituerait entièrement aux autres.

Ce serait un système provisoire, mettant les commerçants à l'abri des fluctuations des changes, en attendant la fixation (impossible aujourd'hui) de la valeur en or des monnaies actuelles.

Pendant toute cette période d'attente, les deux monnaies, la nouvelle basée sur l'or, et l'ancienne sans lien avec l'or, pourraient circuler concurremment à l'intérieur du pays. Mais avec l'étranger on ne compterait plus qu'en unité-or.

Ainsi les fluctuations de l'ancienne monnaie sur le cours

des changes continueraient, mais on n'en souffrirait plus. Mettre les commerçants à l'abri des fluctuations des changes, sans empêcher ces fluctuations elles-mêmes, éviter le mal sans en faire disparaître la cause, tel est le but cherché.

Les commerçants ne pourraient plus souffrir des variations des changes. Peu leur importerait que l'unité de compte nationale accuse une tendance à la hausse ou à la baisse, puisqu'ils ne l'auraient pas utilisée pour libeller la traite tirée sur leur acheteur étranger. Ils ont libellé cette traite en une unité de compte commune à tous les Etats. Pour payer leurs dettes à l'étranger, ils n'ont plus à échanger ce papier de commerce contre un autre. Ils peuvent l'utiliser directement. Ils sont donc à couvert contre tout risque d'instabilité.

De plus, d'après les auteurs les plus optimistes, un tel système devrait faire disparaître l'« épuisement par l'exportation », l'« Entgüterung » dont souffrent les pays d'Europe centrale. Puisqu'ils ne vendront plus en monnaie dépréciée, croit-on, ils vendront de nouveau aux mêmes prix que les autres pays. Le « dumping de change » cesserait du même coup. Il y a là une lourde part d'illusions et nous le montrerons.

Certains auteurs ont cru que la seule création d'une banque, renouvelant les opérations des banques de Hambourg ou d'Amsterdam, suffirait pour donner vie à la nouvelle monnaie de compte et assurer son utilisation par un très grand nombre de commerçants. D'autres ont cru que cela ne suffirait pas. M. Vissering se rendit très bien compte que les pays d'Europe centrale, pour qui surtout ce système serait organisé, ne pourraient cependant pas en profiter tant qu'ils n'auraient pas d'or, ou tant que leur balance des comptes ne serait pas assez favorable pour leur en procurer. Il a donc

dû imaginer un système spécial, leur permettant d'utiliser l'unité-or, avant que leur balance des comptes soit équilibrée.

Voyons ces différents systèmes :

I

Il y a d'abord ceux qui se contentent de créer une banque chargée d'ouvrir des comptes énoncés en la nouvelle unité-or. Divers projets furent présentés en ce sens à la conférence de Bruxelles, mais aucun ne parut susceptible d'être retenu. Cette idée s'est fait jour de nouveau depuis quelque temps à l'annonce que la conférence de Gênes allait régulariser la situation européenne.

Dans les documents préparatoires de la conférence de Bruxelles nous trouvons la reproduction de deux projets déjà présentés quelque temps avant par deux financiers allemand et autrichien. Ces deux projets différaient très peu l'un de l'autre. M. Emile Lederer (1) avait proposé dans un livre paru en 1920 « *Deutschlands Wiederaufbau* » la création d'une monnaie spéciale pour le commerce avec l'étranger dont l'unité porterait un autre nom que le mark, et qui serait émise par une nouvelle banque d'émission possédant un stock d'or.

L'auteur espérait qu'ainsi les billets allemands existant à l'étranger ne continueraient plus à peser sur le change allemand et ne pourraient plus continuer de provoquer la baisse de la devise allemande.

M. Landesberger, président de la banque anglo-autri-

1. Voir rapport n° 12, pour la conférence de Bruxelles, p. 84.

chienne, avait présenté un projet presque identique (1). Une grande banque serait créée dont le capital serait formé par les souscriptions venant des pays ayant intérêt à reprendre le commerce avec l'Autriche. Cette banque posséderait deux services différents, le service intérieur chargé de l'organisation des rapports (d'ailleurs assez mal définis) avec l'ancienne banque austro-hongroise. Le service étranger au contraire financerait le commerce international, escompterait les traites tirées sur les pays à monnaie d'or et pourrait émettre des billets.

Ces deux projets nous semblent utopiques. La première difficulté vient de ce que pour constituer une banque d'émission, il faut avoir un stock d'or, le plus important possible. On se demande comment les pays à change déprécié pourraient aujourd'hui se constituer un stock d'or. Ils ne le pourraient qu'à la faveur d'une balance des comptes favorable et ce n'est pas encore le cas. Il est vrai que la balance du commerce des pays à change déprécié recommence à être équilibrée, ou même à pencher en leur faveur. La France a failli arriver à ce résultat l'an passé. L'Allemagne y est arrivée, peut-être à cause de la fameuse prime à l'exportation due au change déprécié. Mais il ne faut pas se leurrer d'un vain espoir. La balance du commerce n'est qu'un élément de la balance des comptes, et la balance des comptes des pays d'Europe continentale reste encore largement déficitaire. On doit se demander dans ces conditions comment ces pays pourraient acquérir un stock d'or. Ils ne pourraient

1. Voir documents de la conférence de Bruxelles, rapport préparatoire, n° 12, p. 18.

le faire qu'en empruntant dans un pays à monnaie d'or, et c'est pourquoi la nouvelle banque d'émission serait constituée avec des capitaux étrangers.

Mais ce premier problème résolu, il s'en poserait un autre : comment conserver l'or ainsi acquis. Pour y arriver, il faudrait d'abord éviter que le poids des anciennes dettes à court terme ne pèse sur le cours de la nouvelle monnaie, et il faudrait pour cela ne pas fixer de cours entre l'ancienne monnaie et la nouvelle. Nous avons déjà dit plus haut la même chose, en affirmant qu'aucune stabilisation d'une monnaie par voie de « dévaluation » ne pouvait être tentée, tant que ne serait pas consolidée la dette à court terme. Si un cours quelconque était fixé auparavant entre l'ancienne et la nouvelle monnaie, celle-ci étant remboursable en or, tout l'or partirait à l'étranger pour y payer les dettes anciennes.

Mais cette première précaution ne suffirait pas à assurer la stabilité de la nouvelle monnaie. Il n'est nullement certain que celle-ci se maintiendrait au pair avec l'or. Fatalement en effet, un cours d'échange s'établirait entre la nouvelle monnaie et les autres monnaies d'or, par exemple le dollar. Ce cours dépendrait de l'offre et de la demande, il resterait autour du pair, si la balance était équilibrée entre les offres et les demandes de la nouvelle monnaie. Si la balance devenait favorable à l'Etat utilisant cette monnaie, cela se traduirait par une rentrée d'or. Mais si la balance lui devenait défavorable, il faudrait exporter de l'or. A l'heure actuelle, même en faisant abstraction des dettes anciennes, aucun Etat européen n'a une balance de comptes équilibrée. La balance du commerce reste déficitaire, et de plus nous avons à payer à l'Amérique les intérêts d'une dette éle-

vée. Il faudrait donc exporter de l'or. Et lorsque nous n'en aurions plus, la nouvelle unité de compte se déprécierait très largement. Elle ne serait plus étalonnée sur l'or. Ainsi donc, pour se maintenir au pair avec l'or une monnaie de compte internationale pourrait n'être utilisée que si la balance des comptes des grands Etats européens était équilibrée. Cette condition n'étant pas encore près de se réaliser, il est impossible de se servir d'une monnaie de compte internationale pour l'ensemble des règlements internationaux. Nous verrons plus loin comment M. Vissering a résolu le problème.

Ces projets n'obtinrent pas l'adhésion des membres de la conférence de Bruxelles, mais ils constituaient une idée intéressante qu'un blâme public pouvait bien chasser momentanément des esprits mais non pas faire mourir définitivement sans expérience. L'idée vient de réapparaître, à peine modifiée.

En novembre 1921 M. Frank.-A. Vanderlip (1) la reprit, en l'amplifiant et en l'ornant de modalités grandioses dues à la hardiesse d'un esprit confiant et généreux. Son plan à lui, consiste à faire du dollar l'unité de compte internationale et peut-être rêve-t-il de poser, par ce système, un premier jalon vers la réalisation de la monnaie universelle. Il est intéressant de voir comment il veut donner à l'Europe une orga-

1. Le projet de M. Vanderlip a été exposé dans la plupart des grandes revues financières américaines, et notamment dans la *Financial and Commercial Chronicle* des 5 et 19 novembre 1921. On en trouvera une critique excellente due à M. Nogaro dans la *Revue économique internationale* de 1922 (février). Quant au projet de M. R. Owen, à peu près identique, on le trouvera résumé dans le journal des *Débats* du 20 février 1922.

nisation bancaire identique à celle des Etats-Unis d'Amérique, peut-être dans l'espoir d'opérer un jour la fusion entre les « Federal reserve banks d'Amérique » et la « Gold-reserve bank » d'Europe.

Une grande banque serait créée, portant le nom de « Gold reserve bank for the United States of Europe ». Elle aurait un capital d'un milliard de dollars souscrit en actions de 100 dollars chacune et dont toute une série serait réservée aux capitalistes américains. Cette banque émettrait des billets couverts par une encaisse égale à 20 % de la circulation. Elle pourrait donc émettre pour 5 milliards de dollars de billets. Elle pourrait avec ceux-ci faire des avances aux banques européennes ; elle ferait en fait ces avances par l'intermédiaire des filiales qu'elle créerait sur toutes les places les plus importantes d'Europe, par exemple Amsterdam, Londres, Paris, Zurich, Stockholm ou Berlin.

Il est parfaitement indiqué que ces billets ne pourraient en aucune façon servir à faire des avances aux gouvernements ni aux municipalités, qu'ils ne devraient jamais être remis en échange de garanties consistant en titres immobilisés. Ils ne serviraient qu'à la « mobilisation de créances à court terme », en principe de soixante ou au plus quatre-vingt-dix jours, à l'escompte de traites libellées en dollars ou en toute autre unité-or.

Examinons ce projet :

Tout d'abord, il nous semble mériter un éloge de plus que les deux autres projets de banque internationale dont nous venons de nous entretenir. Il assure à l'Europe la constitution d'un stock d'or suffisant pour constituer l'encaisse d'une banque puissante.

Mais ce point mis à part, il nous semble que le projet laisse un peu dans l'ombre quelques détails d'application, et que sa réalisation ne serait pas sans dangers. Nous allons dire pourquoi quelques inquiétudes nous restent sur son succès.

Tout d'abord précisons bien quel est le but de M. Frank R. Vanderlip. Pourquoi veut-il mettre à la disposition de l'Europe une aussi formidable quantité d'or ?

Il est parfaitement certain qu'il ne cherche pas une stabilisation des actuelles monnaies européennes. Ce ne serait possible que par la consolidation de toute la dette extérieure ancienne à court terme. Il est très net que ce que nous offre le projet de M. Vanderlip, ce ne sont point des crédits pour consolider cette dette. Il nous faudrait pour cela des crédits à long terme. Il faudrait émettre un emprunt sur la place de New-York, il faudrait que les capitalistes américains souscrivent largement à cet emprunt. Ce n'est pas un emprunt à long terme que nous offre M. Vanderlip, ce sont des crédits en banque. Cela paraîtra absolument certain, si l'on prend garde que la somme de 5 milliards de dollars ne suffirait pas à consolider toute la dette à court terme de l'Europe. Et surtout M. Vanderlip a bien pris soin de spécifier que les crédits que la Gold Reserve Bank mettrait à la disposition de l'Europe, seraient des crédits à court terme, de soixante ou quatre-vingt-dix jours au plus, et que les filiales de la Gold Reserve Bank ne prêteraient que sur garanties impliquant un remboursement prochain des avances consenties. Par exemple, elles escompteront des titres de crédit proches de leur échéance et pouvant se liquider d'eux-mêmes. « The collateral must be short term commercial paper, having not over sixty days

to run, or at most not over ninety days to run, arising out of legitimate commercial transactions and strictly of a character known as self-liquidating paper. »

Il est non moins certain que les avances de la Gold Reserve Bank ne pourraient pas seulement être utilisées à l'escompte de traites libellées en dollars *et tirées sur l'Amérique*. Nous devons dire que si le but de M. Vanderlip se bornait à cela, il ne serait pas nécessaire à cette banque d'émettre pour 4 milliards de dollars de billets. Un crédit d'un montant beaucoup plus faible suffirait. De plus l'avantage d'une pareille organisation serait peu important pour l'Europe. Même aujourd'hui, cette forme de crédits à court terme ne nous manque pas. Tout commerçant européen fait escompter, avec la plus grande facilité n'importe où, la traite libellée en dollars qu'il tire sur son acheteur américain.

Le vrai but de M. Vanderlip est de donner à l'Europe une monnaie d'or, de permettre aux Etats de notre vieux continent d'utiliser entre eux un nouveau dollar.

Pour créer le « dollar d'Europe », M. Vanderlip a parfaitement compris qu'il fallait mettre à la disposition de notre vieux continent une très forte réserve d'or. Peu importe en effet que l'on utilise en Europe le même étalon et la même unité de compte qu'en Amérique, il y aurait quand même un cours d'échange entre le dollar d'Europe et le dollar d'Amérique. Il faut un stock d'or important, car, la balance de l'Europe n'étant par équilibrée, pour rétablir les gold-points et empêcher les fluctuations des changes au delà de ces limites, il faudrait pouvoir exporter de l'or. Et c'est pourquoi M. Vanderlip veut assurer à la Gold Reserve Bank of Europe la possession d'un stock important du précieux métal.

Il y aurait un moyen d'empêcher qu'un cours d'échange ne s'établisse entre les deux dollars d'Europe et d'Amérique, et M. Nogaro dans sa critique du projet que nous étudions l'a bien noté : il n'y aurait qu'à décider les Federal reserve Banks d'Amérique d'accepter en paiement les billets de la Gold reserve Bank d'Europe (1). Mais M. Vanderlip n'est pas allé jusque-là. Il a tenu à maintenir une certaine indépendance entre les deux systèmes, peut-être parce qu'il craignait que la banque européenne ne commette des imprudences, et ne bouleverse ainsi la circulation américaine.

Ce plan peut-il réussir ? Peut-être, mais on ne peut en être certain. Tout dépend du mouvement commercial des prochaines années. Si la balance des comptes de l'Europe, allégée du fardeau des anciennes dettes contractées en monnaie dépréciée, est équilibrée ou favorable, le système peut réussir. Si elle n'est que légèrement déficitaire, le dollar d'Europe pourrait se maintenir au pair avec l'or, ce déficit ne se traduisant que par une exportation d'une partie du stock d'or. Mais si elle devenait assez largement déficitaire pour porter gravement atteinte à celui-ci, notre nouveau dollar d'Europe pourrait fort bien ne pas se maintenir au pair.

Il y a là un danger très grave. L'établissement d'une monnaie de compte ne serait pas possible sans une balance des comptes équilibrée.

Ce système sera-t-il jamais tenté ? On peut douter de son succès, et cette crainte pourra empêcher le public américain de souscrire aux actions de la Gold reserve Bank of Europe.

1. Ainsi serait créé un système à peu près analogue à celui qu'avaient proposé M. Correard ou M. Luzzarri (voir plus haut).

Nous avons vu que M. Vanderlip prévoyait l'émission de 100.000 actions de 100 dollars auxquelles souscriraient les capitalistes, surtout les capitalistes américains. Les journaux ne nous laissent pas beaucoup espérer le succès de cette émission (1). Le public américain ne serait pas encore très disposé à souscrire à cette émission de titres. Le projet de M. Vanderlip irait ainsi rejoindre dans la tombe aux illusions les grands plans de crédits internationaux que la loi Edge avait

1. A ce sujet le *Journal of Commerce* du 15 octobre déclarait : « Frank A. Vanderlip's plan for the organization of the Gold Reserve Bank of the United States of Europe, details of which were studied with much interest in the financial district, is theoretically workable, but it doomed to failure because of the difficulty, bordering upon the impossible, of raising \$ 1.000.000.000 gold for the project. That was the judgement yesterday of international bankers who expressed appreciation of the comprehensive grasp of the situation which the outline of the scheme discloses and regretted their inability to see a chance or its accomplishment.

« It is not a panacea, said one banker ; in fact, it is open to question whether M. Vanderlip is attacking world problems from the right stand-point. What is needed is not so much stabilization of international trade, which his scheme would certainly accomplish in a measure, but stabilization of domestic trade and finances in all the countries of the world. I think it would be a good thing to put the scheme into operation, but who is to furnish the initiative, the leadership, in support of M. Vanderlip, to make the plan a fact ? »

This question was not answered yesterday, but bankers intimated that they were willing to be « shown » if M. Vanderlip can do it. They see little in the plan to appeal to the investor holding that it even lacks the possible lure of the \$ 100.000.000 Foreign Trade Financing Corporation now dormant because of failure to win sufficiently broad financial backing : « Right in theory and workable if a way can be found to raise the capital and to overcome national jealousies », sums up the verdict of banking opinion.

fait formuler aux banquiers américains, et dont la réalisation devait être confiée à la « Foreign Trade Financing Corporation ». Des efforts ont cependant été faits pour apporter au projet de M. Vanderlip un certain appui. Une nouvelle solution semble avoir été imaginée. L'or qu'une émission d'actions dans le public ne pourrait peut-être pas procurer, on pourrait l'obtenir du gouvernement américain ou des banques fédérales de réserve. Déjà le 29 juin 1921 le sénateur Hitchcock avait déposé une proposition de loi tendant à la création d'une « banque des nations » au capital de 2.400.000.000 de dollars. Le secrétaire de la Trésorerie offrait 1.300.000.000 de dollars de la part du gouvernement américain. Le reste des actions serait offert au public international.

M. Robert Owen a déposé à son tour en janvier 1922 un projet analogue, mais s'inspirant beaucoup plus étroitement du plan de M. Vanderlip.

Ce n'est au fond qu'une réédition de celui-ci à deux différences près : les chiffres de M. Vanderlip sont modifiés et dédoublés. La banque d'émission doit n'avoir que 500 millions de dollars de capital, et son émission de billets ne pourra dépasser 2.500.000.000 de dollars.

D'autre part, M. Owen croit que l'or dont a besoin la banque pourrait lui être fournie par les banques fédérales de réserve plutôt que par le public américain. Il croit en effet que les banques fédérales de réserve gardent une trop grande quantité d'or inutile dans leurs caves.

Nous savons très bien que l'Amérique est plus hostile encore aux avances de trésorerie qu'elle ne répugne aux émissions d'emprunts par les Etats européens dans le public américain. La Trésorerie des Etats-Unis ne fera rien pour

donner à l'Europe une monnaie nouvelle. Les amendements de M. Owen ne nous semblent pas devoir faciliter l'éclosion rapide du plan de M. Vanderlip.

II

M. Vissering a envisagé un procédé tout à fait différent. Il a prétendu lui aussi, vouloir établir une monnaie de compte internationale, mais sans qu'il soit nécessaire aux pays européens d'emprunter à l'étranger. La nouvelle unité de compte, utilisée dans ces pays, se maintiendrait au pair avec l'or, sans qu'il soit nécessaire de constituer un stock du précieux métal. Elle s'y maintiendrait grâce à un intéressant système qu'il faut étudier en détail, et dont nous devons dire tout de suite l'essentiel. Elle ne servirait pas à l'ensemble des transactions, mais au contraire serait utilisée seulement sur un marché spécial, dans un institut de troc, où la balance des comptes serait sans cesse équilibrée.

Le but de M. Vissering, c'est le retour à l'étalon-or des pays à change déprécié. Il prend un exemple : c'est l'Autriche ; mais nous croyons que le plan qu'il propose pourrait être appliqué de la même façon à n'importe quel autre pays. L'Autriche pourra un jour revenir à l'étalon-or, mais elle ne le peut pas tout de suite. Elle ne peut pas dès aujourd'hui pratiquer le système du gold-exchange standard, rétablir la libre exportation de l'or après avoir fixé un cours d'échange entre la couronne or et la couronne papier, par exemple mille couronnes papier pour une couronne or. Ce système avait été utilisé avec succès avant la guerre par plusieurs

pays comme l'Argentine et le Brésil. Malheureusement aujourd'hui, il n'est plus applicable à l'Autriche, ni à l'Allemagne, ni à aucun des pays de l'Europe continentale. D'abord parce que sa première condition est un arrêt de l'inflation, ensuite parce qu'il ne peut avoir lieu que si la balance des comptes est favorable. Enfin parce que, pour réaliser aujourd'hui le gold-exchange standard, il faudrait « dévaluer » les monnaies d'Europe centrale, et nous avons vu qu'en réalisant une pareille mesure on ne peut pas fixer entre la monnaie de papier et l'or, un cours plus favorable à la première que celui auquel elle est cotée sur le marché des changes. Il faudrait donc en établissant le gold-exchange standard se résigner à la considérable perte de la monnaie autrichienne par rapport aux monnaies d'or, perte que ne justifie pas complètement le mouvement intérieur de hausse des prix.

On ne peut donc pas fixer de cours d'échange invariable entre la monnaie de papier nationale et l'or. On ne pourra le faire que plus tard. Il doit donc y avoir deux phases dans toute réforme monétaire.

Pendant la première période, les deux systèmes monétaires co-existeront *absolument indépendants l'un de l'autre*. Ce sera une période transitoire mais indispensable. Des mesures seront prises pour permettre une utilisation croissante de la nouvelle unité de compte basée sur l'or, pour permettre aussi un relèvement progressif de l'ancienne couronne de papier, et c'est à la fin seulement de ces efforts que l'on arrivera à la deuxième phase de la réforme, à la dévaluation.

C'est la période qui nous intéresse le plus. Voyons com-

ment M. Vissering entrevoit ce qui s'y passera. Il y aura quatre mesures à prendre, dit-il (1) :

« 1° S'arrêter de créer des moyens d'achat fictifs par des émissions d'emprunts d'Etat, d'emprunts communaux, et de papier-monnaie (y compris les billets de banque).

« 2° Une révision des dettes.

« 3° Une organisation générale de crédit, à laquelle pourront participer à peu près tous les pays importants du monde.

« 4° L'établissement d'un échange organisé de marchandises pour les états dont la monnaie ne peut plus être acceptée comme moyen de paiement dans le trafic mondial. »

Les deux premières mesures sont en sorte préliminaires. La première veut prohiber l'inflation. La seconde est d'ordre politique. Elle se borne à rééditer les thèses émises dans le livre fameux du professeur Keynes sur *Les conséquences économiques de la paix*, c'est-à-dire la remise définitive par les trésoreries anglaise et américaine, de tout ou partie des avances qu'elles ont consenties aux gouvernements alliés pendant la guerre, en échange de quoi les autres alliés réduiraient à un très faible minimum les sommes qu'ils entendent exiger de l'Allemagne et de l'Autriche à titre de réparations.

La troisième mesure est un peu plus importante. Il s'agit

1. Vissering. *Problèmes internationaux économiques et financiers*, page 28. Nous ferons dans le cours de cette étude quelques emprunts à ce livre, mais on pourra aussi trouver les idées de M. Vissering, un peu moins complètes, il est vrai, dans les articles de la *Neue Freie Presse* de Vienne des 4, 11 et 18 avril 1920, ainsi que dans le rapport préparatoire de la conférence de Bruxelles, n° 12.

de l'émission, par les pays à balance du commerce très défavorable, d'un emprunt dans les pays créditeurs. M. Vissering prévoit que cet emprunt doit se faire dans la monnaie intérieure de chaque Etat prêteur à un taux normal, et doit avoir une certaine ampleur.

C'est la quatrième mesure surtout qui nous intéresse. Les pays à change déprécié vendant à l'étranger leurs produits intérieurs les livrent à un prix beaucoup trop faible. Il ne faut plus que ces pays vendent en monnaie dépréciée. Il faut qu'ils troquent leurs marchandises à égalité de valeur contre les marchandises étrangères. M. Vissering, dans ce but, veut instituer un institut de troc, un « barter-institute », chargé de recevoir les offres et les demandes des deux pays décidant de faire du commerce par cet intermédiaire. Les offres auront un prix fixé en une monnaie stable déjà existante, ou, ce qui vaudrait mieux, en une unité de compte nouvelle basée sur l'or. M. Vissering prend l'exemple de la Hollande et de l'Allemagne. « L'Allemagne, dit-il (1), devrait établir une liste de marchandises qu'elle désirerait acheter. Les Pays-Bas, par contre, dresseraient une liste des quantités qu'ils pourraient livrer à l'Allemagne. En outre, l'Allemagne devra établir une liste de ce qu'elle pourrait livrer dans un délai relativement court (trois mois à un an) après la rentrée des récoltes et l'achèvement des fabrications. Toutes ces offres et ces demandes réciproques devront être enregistrées au « barter institute ».

« L'enregistrement doit être accompagné d'une fixation de la valeur; pour cette fixation le mark en cours ne pourra

1. Vissering, *op cit.*, page 53.

naturellement plus être employé. La fixation pourra donc se faire des deux côtés en florins néerlandais, ou, si l'on n'a pas assez de confiance en la stabilité du florin néerlandais, on pourra choisir une nouvelle unité de calcul, par exemple un mark-or fictif ou un florin-or fictif, ce qui en somme reviendrait au même. Ces offres et, en fin de compte lors de l'exécution des échanges, ces livraisons seront liquidées « cleared » en le montant de leur valeur, comme cela se passe régulièrement dans le commerce pour les affaires de liquidation à la bourse, pour les affaires à terme, et pour le « clearing » entre banquiers.

« Comme la même unité de monnaie sera adoptée pour toutes les affaires, chaque partie est certaine de recevoir la pleine et entière contre-valeur des marchandises cédées, et de ne plus être renvoyée avec du papier-monnaie, qui, en cas de remise en circulation éventuelle à l'étranger, n'aurait qu'une fraction de la valeur pour laquelle il a été accepté en paiement. »

Ainsi donc, d'après M. Vissering, l'étalon-or serait rétabli sans que l'or lui-même paraisse. On fixerait les prix en or, et l'or ne serait pas nécessaire puisque la balance des comptes serait sans cesse équilibrée.

Dans son essence même, le système de M. Vissering est donc excessivement simple. Les commerçants des pays à change déprécié, disons les Allemands, viendraient faire des commandes au « barter-institute ». En échange ils offriraient des produits allemands dont les prix seraient fixés en unité de compte-or, et sensiblement égaux aux prix de ces mêmes produits d'origine étrangère vendus sur le marché intérieur des autres pays. C'est là l'essentiel.

Quelques détails doivent être ajoutés pour compléter l'étude de cet important sujet :

1° Comment seront réduites les demandes des pays à change déprécié ? Celles-ci courent le risque d'être très fortes, car la balance du commerce de la plupart de ces pays reste encore défavorable. M. Vissering a prévu que toutes les demandes considérées comme non essentielles, c'est-à-dire toutes celles qui ne pourraient servir au rétablissement du pays devraient être éliminées. Mais comment se fera cette discrimination ? M. Vissering a bien prévu qu'elle serait faite, mais il n'a pas dit par qui. Sera-ce par le barter-institute lui-même, ou par l'Etat importateur, ou bien encore par une organisation syndicale des classes de producteurs formée suivant la formule souvent préconisée en Allemagne depuis l'armistice ? M. Vissering n'en a rien dit C'est un détail sans grosse importance, mais nous le signalons, car quelques libéraux farouches ont reproché à ce système de nécessiter une intervention constante et intolérable de l'Etat dans les affaires des commerçants. Il nous paraît que cette discrimination pourrait se faire sans intervention de l'État, par exemple si le soin de faire les commandes au barter-institute au lieu d'être laissé aux particuliers était confié à des organismes professionnels collectifs qui s'arrangeraient pour offrir une quantité de marchandises de valeur égale à celles qu'ils demanderaient. Si la demande n'était pas organisée, l'État, il est vrai, pourrait la réduire. Mais s'il considérait cette fonction comme ne rentrant pas dans son rôle normal, le barter-institute lui-même pourrait s'en charger. Ceci n'est pas très important.

2° Voici qui l'est un peu plus. Ce système permettra d'ac-

corder du crédit sur livraison future. Voici ce que veut dire M. Vissering : avant la guerre, les commerçants qui achetaient à l'étranger des matières premières pour les transformer, les obtenaient sans payer leur prix immédiatement. Le versement du prix était renvoyé à une échéance plus ou moins lointaine, et le commerçant, ainsi, pouvait se dispenser d'avoir une réserve de monnaie considérable. Il pouvait ne payer ses matières premières qu'après avoir vendu une partie de sa production d'objets fabriqués. Aujourd'hui cela est devenu impossible. L'instabilité des cours du change, nous l'avons vu, rend très dangereuses les opérations à terme, un commerçant n'étant jamais sûr à l'avance de ce que lui coûtera la monnaie étrangère qu'il doit se procurer. Une formule nouvelle avait été imaginée depuis l'armistice par un certain nombre d'auteurs autrichiens et allemands : c'est la formule du crédit de finition (1) ou du crédit de perfectionnement, qui peut ainsi se résumer :

Les matières premières, demandées par les pays ruinés, leur seraient remises à *titre de dépôt*, et resteraient pendant tout le cours de leur transformation la propriété de l'expéditeur. Les objets travaillés ainsi obtenus seraient réexportés. C'est à peine si, pour adoucir ce projet, l'auteur où nous puisons cette explication brutale prévoit que des crédits en argent pourraient être accordés plus tard par des banques aux industriels autrichiens qui pourraient ainsi se procurer et acquérir, à titre de propriétaire, un petit nombre de matières premières. Nous n'hésitons pas à dire que ce

1. Voir Meinl : projet en vue du rétablissement de la vie économique dans les États qui constitueraient l'ancien empire austro-hongrois (rapport n° 12 pour la conférence de Bruxelles, p. 13).

projet tendrait à réduire des peuples entiers à la situation de peuples prolétaires, et rappelle singulièrement les plans des odieux « chercheurs d'or » de M. Pierre Hamp. La faveur qui fut accordée à cette idée en Autriche montre à quel point le désarroi de ce malheureux peuple est arrivé. C'est une idée déplorable. Elle permettrait aux étrangers d'user de la main-d'œuvre autrichienne, des usines autrichiennes qui vendraient leurs services à bon marché. Mais les ouvriers, les entrepreneurs autrichiens ne toucheraient aucune part des bénéfices, qui resteraient entre les mains des étrangers. Cela permettrait au peuple autrichien de travailler, ce serait un remède au chômage, mais cela ne lui permettrait pas de se reconstituer un capital.

L'adoption d'une unité internationale de compte et la création d'un barter-institute, au contraire, rendraient possibles les ouvertures de crédit sur livraison future. Les commerçants des pays à change déprécié par exemple pourraient facilement obtenir à crédit des matières premières, s'il était certain qu'ils ont déjà reçu de l'étranger des commandes d'objets fabriqués, achetés à un prix en or déterminé. Le fabricant allemand de machines électriques, cité par M. Vissering qui a déjà trouvé en Hollande des acheteurs de machines électriques, mais qui ne peut les fabriquer, faute de soie isolante, pourra facilement se procurer à crédit la soie dont il a besoin.

Ainsi donc, pendant toute cette première phase, les exportateurs utiliseraient une unité de compte-or dans un « barter-institute ». Il n'y aurait aucune monnaie pour représenter l'unité de compte. Ce serait inutile, aucune monnaie n'est

nécessaire dans un institut de troc. Importations et exportations s'y compenseraient mutuellement.

Le jour où les finances autrichiennes se seraient assainies, où un budget régulier serait voté, où l'inflation serait prosaite, où le mouvement commercial aurait repris, la deuxième phase de la réforme pourrait commencer.

Elle commencerait par la création d'une grande banque, chargée de faire vivre la nouvelle unité de compte adoptée. Celle-ci agirait comme les anciennes banques de change de Hambourg ou d'Amsterdam. Elle recevrait des dépôts d'or, ouvrirait aux déposants des comptes en or, et les autoriserait à disposer de ces soldes créditeurs par voie de chèques ou de virements. Elle deviendrait ainsi un organe de compensation et une réserve de change. Où notre banque prendra-t-elle l'or nécessaire à la constitution de son encaisse ? Elle le recevrait de deux côtés à la fois. L'étranger lui-même pourrait lui en offrir, ce serait un placement très sûr, et sans risques de change. D'autre part, il y a longtemps que la pratique bancaire tend à assimiler à une encaisse effective d'or toutes les traites sur l'étranger énoncées en or et payables à vue. Les commerçants autrichiens eux aussi bénéficiant de créances en or sur l'étranger, et ne voulant pas en disposer immédiatement, pourraient confier ces traites à la banque.

Au bout de quelque temps, après la constitution de son encaisse, la banque pourrait avoir la politique hardie que les banques de change anciennes n'ont pas connue au début, mais que les banques de notre époque ont largement pratiquée. Les banques de Hambourg ou d'Amsterdam n'ont pas su à l'origine faire de larges avances au commerce.

Tous les effets de commerce tirés sur elles représentaient toujours de l'or présent dans les caisses de la banque, et leur somme ne dépassait jamais la quantité d'or effectivement présente. Les banques modernes au contraire ne s'inquiètent pas tant que la circulation des billets émis et des chèques tirés sur elles ne dépasse pas un chiffre égal à trois fois son encaisse. Elles émettent des billets, ouvrent des comptes courants, non seulement à qui leur apporte de l'or, mais même à qui vient contracter chez elle des emprunts à court terme, sérieusement garantis. L'émission de billets, la constitution d'un compte courant peuvent n'être les contreparties que d'avances sur titres ou d'escompte de traites. L'expérience a prouvé que ce système n'avait rien de très dangereux, à condition que les papiers remis en garantie soient à court terme, et que leur paiement à l'échéance soit certain. La banque, imaginée par M. Vissering, suivrait la politique des banques modernes. Elle ferait elle-même des avances aux producteurs autrichiens.

Au début la banque se bornerait à ouvrir des comptes en couronne-or en laissant ses clients disposer, par voie de chèques, du solde créditeur qu'ils ont chez elle. Mais bientôt la banque, au lieu d'ouvrir des comptes courants, pourrait remettre des billets au porteur remboursables en or. Ses risques n'en seraient nullement aggravés. Ces billets pourraient ne pas recevoir immédiatement cours légal. Mais ils circuleraient quand même avec la plus grande facilité étant donné qu'il représenteraient un poids d'or déterminé. On serait presque revenu au système d'avant-guerre, ceci mis à part qu'il n'y aurait en circulation que des billets et pas de pièces métalliques pour représenter l'unité de compte.

Et cette émission de billets présentera toutes les garanties suffisantes de sécurité si elle réalise trois conditions :

Il faudra d'abord s'assurer que cette banque ne se livrera pas à une tentative d'inflation. Pour cela, dit M. Vissering (1), il faudra « qu'elle veille à ne délivrer ses billets couronnes d'or en Autriche que pour des buts productifs, de façon à ce qu'elle puisse compter absolument qu'en face des billets émis, il se constituera réellement une valeur négociable en marchandises et en produits ». Il faudra qu'elle reste absolument indépendante des banques d'émission actuelles, qu'elle ne prête ni aux gouvernements ni aux municipalités, et pour la rendre plus indépendante à l'égard des autorités constituées, il serait bon de lui donner une direction internationale.

La deuxième condition, c'est que cette banque s'assure une encaisse très facilement réalisable en or. Nous avons vu que, pendant longtemps, cette banque serait destinée à n'avoir comme encaisse que des soldes en or, placés dans les banques étrangères. Il faudra s'assurer contre le risque de dépréciation de la monnaie étrangère. Le montant de ces dépôts à l'étranger devra être établi en monnaie d'or, et si par exemple, dans un de ces pays où la banque dispose d'un solde créditeur, l'or cessait brusquement d'être exportable, elle devrait exiger le remboursement immédiat de ce solde (2).

1. Voir Vissering, *op. cit.*, p. 72.

2. C'est ce que fit par exemple la Grèce en 1914. L'encaisse de la Banque nationale grecque était surtout constituée par un compte créditeur à la Banque de France. Le jour où l'exportation de l'or fut interdite en France, et où l'on vit notre devise menacée d'une dépréciation rapide, la Banque nationale grecque demanda le remboursement du dépôt ainsi placé à la Banque de France et remplaça par un solde créditeur dans les banques américaines.

Il faudra, enfin et surtout, que, pendant toute une période donnée la nouvelle monnaie reste indépendante de l'ancienne. Mais la nouvelle monnaie serait sans doute de plus en plus utilisée dans les transactions intérieures.

Au bout de quelque temps, on pourrait se décider à fixer un cours d'échange entre l'ancienne et la nouvelle monnaie. C'est à ce cours que la banque accepterait d'échanger les anciens billets circulant encore contre des nouveaux.

M. Vissering a étudié à quelles conditions cette fixation d'un cours entre les deux couronnes d'or et de papier pourrait se réaliser. Cela ne pourra se faire qu'après une stabilisation du cours de la monnaie de papier sur le marché libre. Il faut qu'elle acquiert un change stable. Comment arriver à ce résultat ? M. Vissering a parfaitement compris que ce qui pesait aujourd'hui sur le cours de la monnaie-papier, c'étaient les couronnes existant à l'étranger, soit sous forme de billets de la Banque austro-hongroise, soit sous forme de crédit à court terme sur l'Autriche. Ce change sur l'Autriche est toujours livré à très bas prix parce que l'on craint une nouvelle inflation qui provoquerait une nouvelle chute de la couronne.

La première mesure à prendre consiste donc, aux yeux de M. Vissering, et il a raison, à cesser toute inflation. Cela permettra à la couronne de revenir sur le marché des changes à la parité de pouvoir d'achat. La seconde mesure, c'est la consolidation de la dette extérieure à court terme, et le rachat des billets restés entre des mains étrangères. Ceux-ci seraient rachetés au moyen d'un grand emprunt de consolidation. M. Vissering en prévoit les modalités, ce serait un emprunt à très lointaine échéance, soixante ans par exemple,

et portant un faible intérêt de 2 %. Ces deux réformes accomplies, la balance des comptes étant rétablie, on pourrait opérer la dévaluation de la couronne-papier.

Nous avons résumé de notre mieux le système dû à M. Vissering.

On lui a fait bien des reproches, nous croyons qu'ils ne sont pas tous justifiés. Après avoir montré de quelle façon M. Vissering les a réfutés, nous attaquerons nous-même les points sur lesquels son système nous semble particulièrement faible.

Il y a tout d'abord les objections qui avaient été faites à M. Vissering avant la conférence de Bruxelles, et auxquelles il a répondu lui-même dans un de ses discours de la conférence.

Toutes ces objections portaient en somme sur la difficulté qu'il y a à avoir en circulation plusieurs catégories de monnaies à la fois. Certains adversaires ont déclaré que la loi de Gresham s'appliquerait, et qu'une seule monnaie circulerait, l'autre étant thésaurisée ou chassée à l'étranger; d'autres ont prétendu que la parité entre la nouvelle monnaie et l'or ne pourrait être maintenue et que la nouvelle monnaie tomberait immédiatement au cours de la monnaie dépréciée. Il nous semble que les contradicteurs ayant posé ces objections ne s'étaient livrés qu'à une étude trop superficielle du projet de M. Vissering.

La loi de Gresham ne pourra intervenir. Elle ne peut jouer que si un cours d'échange est invariablement fixé entre les deux monnaies. La monnaie surappréciée par la loi est employée par les individus à acheter l'autre. Celle-ci reste au

fond des bas de laine, ou sert à opérer des règlements là où la loi qui a taxé les deux monnaies ne joue plus, c'est-à-dire à l'étranger. Mais M. Vissering s'est appliqué à ne fixer aucun cours d'échange entre les deux monnaies. Ainsi donc elles continueront de circuler chacune dans sa sphère.

Que la nouvelle monnaie soit destinée à ne pas se maintenir à la parité avec l'or, et que fatalement elle doive tomber au niveau de la monnaie dépréciée, rien, à la vérité, ne le laisse prévoir. Bien au contraire, si cette monnaie est émise sur de saines bases, plus son emploi se répandra, plus sa valeur croîtra. Mais il faut pour cela qu'elle reste absolument indépendante de l'autre monnaie, celle qui circule déjà en ce moment.

Quant à la possibilité d'avoir simultanément dans un même pays deux monnaies absolument indépendantes, M. Vissering a démontré que c'était une chose certaine et a donné des exemples : celui de la Chine où, à côté de la circulation nationale de « cash » de cuivre, on trouve aussi des billets émis par des banques étrangères et circulant notamment dans les ports, celui aussi des monnaies de banque des villes libres du xvii^e siècle, jouant parfaitement leur rôle, grâce à l'indépendance qu'elles conservaient à l'égard des différentes monnaies existantes.

Une autre objection faite au système de M. Vissering nous semble n'avoir pas plus de portée. Elle a été présentée par M. Raffalovich dans un article du *Journal des Economistes*. Il a prétendu que ce système ne pourrait fonctionner sans une réglementation du commerce et un contrôle d'Etat qui ne sont pas à recommander.

Nous ne sommes point partisans de ce libéralisme ombra-

geux aux yeux duquel toute intervention de l'Etat est dange-reuse. Mais nous croyons qu'en condamnant pour ce motif le système de M. Vissering, M. Raffalovich, d'ordinaire si perspi-cace, s'est pourtant trompé. Il nous semble au contraire que la monnaie de compte pourrait être établie en dehors de toute action étatiste, sans que soit signé aucun accord entre Etats. C'est peut-être même un des avantages que présente le système Vissering. L'intervention de l'Etat n'est pas toujours néfaste, mais elle est toujours lente. Si l'on avait voulu créer une monnaie internationale à cours légal, il aurait fallu réunir de grandes conférences où l'on aurait eu de la peine à prendre une décision. Au contraire l'adoption d'une unité interna-tionale de compte peut n'être due qu'à l'initiative privée. Le barter-institute dont le fonctionnement est nécessaire pour le succès de la réforme pourrait être une institution privée. C'est au moins ce que prouvent les expériences tentées, telles que nous les verrons un peu plus loin. Si M. Raffalovich a vu dans le plan de M. Vissering un système favorable à l'éta-tisme il n'a pu faire allusion qu'à une seule chose, à la né-cessité de réduire les demandes des pays à change déprécié pour qu'au « barter-institute » la balance des comptes reste toujours équilibrée. Mais nous nous sommes déjà expliqués à ce sujet. Le projet de M. Vissering ne prévoit nullement que le soin de réduire ces commandes incombera à l'Etat. Il est beaucoup plus probable que le « barter-institute » s'en char-gerait lui-même, si déjà les organisations de production de ces pays n'avaient réduit elles-mêmes leurs commandes à une somme de produits de valeur égale à ceux qu'elles pourraient livrer.

On a encore reproché au projet Vissering de n'être pas

satisfaisant pour tous les Etats. Les situations imposées par la guerre aux Etats européens sont très différentes et le remède de M. Vissering n'est pas une panacée universelle.

Il serait surtout utile à nos anciens ennemis. Eux ont le plus grand besoin d'une réforme monétaire. C'est la seule chose qui leur manque pour reprendre leur puissance économique d'antan. Leur capital est intact ainsi que leurs forces productrices. Chez eux, pas de ruines à relever, le charbon abonde, les ouvriers demandent du travail. Seule la situation du mark s'oppose à ce qu'ils jouent sur le marché international le même rôle prépondérant qu'avant la guerre. Une réforme monétaire suffirait à les sauver. Au contraire elle n'améliorerait qu'à peine la situation de la France. Notre monnaie à nous est stable. Ce qu'il nous faut faire, c'est relever nos ruines. Ce dont nous avons besoin c'est de capitaux pour les relever ; ce qui nous sauverait ce seraient des crédits à très long terme pour refaire notre outillage, notre capital industriel.

Il est vrai que M. Vissering semble s'être surtout inspiré de la situation de nos anciens ennemis pour édifier son système. Mais il ne faut pas dire qu'il a construit son système en ne pensant qu'à la situation de l'Europe centrale. En 1919, quand M. Vissering écrivit son livre, la différence entre la situation des pays d'Europe centrale et la nôtre n'était pas fortement accusée ; nous et eux souffrions à ce moment-là des mêmes maux, à des degrés divers : l'inflation persistait chez nous comme chez eux, la perte du change de notre monnaie était énorme comme celle du mark. M. Vissering pouvait à ce moment espérer que son système serait un remède aussi bien à notre situation qu'à la situation de l'Allemagne.

D'ailleurs, c'est la force même des choses qui a poussé M. Vissering à s'inquiéter plus de la situation allemande que de la nôtre. On était chez nous plein des illusions que les pratiques du temps de guerre avaient fait naître ; on espérait encore que l'Amérique ne nous ménagerait pas son aide. Quand bien même elle refusait de stabiliser désormais notre change, elle ne refuserait pas de nous accorder des crédits, notamment en acceptant la mobilisation de notre créance sur l'Allemagne. Les pays d'Europe centrale, eux, ne pouvaient compter sur aucune aide étrangère, ne pouvaient faire appel à aucune grande idée, comme nous à l'idée de solidarité interalliée. Leurs devises étaient encore menacées de s'écrouler sur le marché européen. Et les banques hollandaises avaient intérêt à la hausse des changes de l'Europe centrale. Déjà elles avaient perdu beaucoup en 1919, en spéculant à la hausse du change allemand, soit qu'elles aient acheté des marks, soit qu'elles aient avancé à court terme à l'Allemagne de grosses sommes en florins, que leurs débiteurs n'avaient pas pu leur restituer, l'échéance venue, à cause de la baisse du mark (1). A partir de 1920 la politique des banques hollandaises fut beaucoup plus prudente. Elles n'achetèrent plus guère de marks pour leur propre compte. Elles en achetèrent juste assez pour en fournir facilement à leurs clients qui en demandaient (2).

Les pertes des banques néerlandaises qui avaient spéculé

1. C'est la situation exposée à Bruxelles par M. Ter Meulen et dont nous avons déjà parlé (voir Compte rendu des débats de Bruxelles, p. 117).

2. Voir p. 9. *Rapport annuel aux actionnaires de la Rotterdamsche Bankvereeniging pour l'année 1920.*

à la hausse du mark effrayèrent, et la Hollande se rendit parfaitement compte que la chute ultérieure de la devise allemande découragerait une fois de plus tous les gens encore disposés à prêter aux commerçants allemands.

Toute réduction des crédits, toute nouvelle chute de la devise allemande tendent à réduire l'intensité du commerce allemand et la Hollande ne peut être satisfaite d'une pareille éventualité. La Hollande, petit état, est cependant admirablement placée géographiquement, et très bien organisée économiquement pour assister le commerce entre l'Europe et l'Amérique, et en profiter. Pendant toute la guerre, Amsterdam avait vu son importance grandir, soit comme marché de change, soit comme débouché commercial. Amsterdam espérait continuer après la guerre de concurrencer Londres. La Hollande avait donc tout à craindre d'une réduction du commerce entre l'Europe centrale et les lointains pays d'outre-mer. Cela doit nous faire comprendre pourquoi ses financiers se préoccupèrent surtout de la situation de l'Europe centrale. Au surplus la situation des pays occidentaux a aussi inspiré à M. Vissering des mesures qui tiennent dans son livre une très large place. Il prévoit l'émission d'un grand emprunt à long terme qui permettrait aux pays sur le territoire desquels la guerre a accumulé les ruines, de reformer leur capital. Il est donc vrai de dire que M. Vissering a pensé à l'Europe entière. Si son système de monnaie peut être considéré comme devant rendre de plus grands services aux pays d'Europe centrale qu'à la France et à la Belgique, cela provient simplement du fait que les pays d'Europe centrale souffrent beaucoup plus que la France et la Belgique du fonctionnement actuel du marché des changes.

La dernière objection que nous voudrions signaler nous trouble beaucoup plus. Elle prétend que l'adoption d'une unité internationale de compte conforme aux projets de M. Vissering serait inutile. Du moment, dit-on, qu'aucun taux d'échange n'est légalement fixé entre la monnaie nationale et la monnaie internationale, du moment que les deux monnaies ne sont pas taxées l'une par rapport à l'autre, la réforme ne saurait être utile. Le change de la monnaie intérieure continuera d'exister à l'égard de la monnaie internationale. C'est notamment l'idée soutenue par le professeur Pigou, de l'Université de Cambridge, dans son mémoire adressé à la conférence de Bruxelles, c'est aussi la thèse de M. Henri Burton dans son étude sur *Les changes étrangers pendant la guerre*. Nous avons déjà entrevu cette objection au début de nos explications sur le but qu'avaient envisagé les promoteurs de l'idée d'unité internationale de compte. Répétons ici que le but cherché n'était pas une amélioration du change des devises dépréciées. On avait seulement en vue de protéger le commerce international, pendant une période de transition, contre les inconvénients qu'il y avait à libeller les prix en une monnaie instable et dépréciée. C'est la modération même de ces ambitions que semblaient n'avoir pas bien compris les deux auteurs que nous avons nommés, et bien d'autres après eux. Nous ne savons pas si le système de M. Vissering sera couronné de succès, nous allons le voir, mais nous croyons que c'est aller un peu vite que de conclure à l'inutilité absolue du système, du fait de son incapacité à relever le cours d'un change.

Personnellement voici ce que nous voudrions dire du sys-

tème prévu par M. Vissering. Nous croyons qu'il ne donnerait pas tout ce qu'on attend de lui.

L'institut de troc de M. Vissering est la pièce la plus importante du système, c'est aussi la plus fragile et peut-être la plus décevante.

M. Vissering croit que l'on y échangerait les produits les uns contre les autres à égalité de valeur, et qu'ainsi disparaîtraient les deux inconvénients de l'actuel marché des changes, l'instabilité, l'épuisement par l'exportation.

Nous croyons que M. Vissering a raison quand il dit que son système ferait disparaître pour les commerçants d'un pays à change déprécié le risque résultant d'un mouvement de baisse de la monnaie dans laquelle leurs traites sont libellées.

Le jour où les commerçants des pays à change déprécié emploieraient une unité de compte basée sur l'or, les commerçants importateurs n'auraient plus à se préoccuper de trouver et d'acheter de la monnaie étrangère pour payer leurs achats. Ils utiliseraient les propres traites qu'ils tirent à titre d'exportateurs sur leurs clients étrangers qui, restant au pair avec l'or, demeureraient stables. Je suis éditeur, j'ai coutume d'acheter mon papier en Suède ou en Norvège, mais mes livres se vendent bien et trouvent une clientèle nombreuse en Orient ou en Amérique. Aujourd'hui je suis obligé d'acheter des couronnes pour payer mon fournisseur suédois. Je les achète contre des francs à un moment où le franc perd au change considérablement. Je les achète très cher, mais je me console en songeant que je pourrai revendre mes livres en dollars. Le haut prix du dollar, monnaie que j'emploie pour vendre, me dédommagera de la cherté de la couronne, monnaie avec laquelle j'ai acheté.

Oui, mais je cours un risque. Si le franc s'améliore entre mon achat de papier et ma vente de livres, le chiffre de francs que j'obtiendrai en vendant ma traite en dollars ne sera pas égal à celui que j'aurai donné pour acheter un mois avant mes couronnes. J'ai perdu une grosse somme.

Que l'on adopte une monnaie de compte internationale, je ne courrai plus le même risque. J'achète et je vends en dollars, ou si l'on veut, en francs-or. Quelles que soient les fluctuations du change pendant que je travaille ma matière première, mon risque disparaît. Je paierai mon vendeur avec la traite que mon client me laisse tirer sur lui.

L'instabilité des changes n'existerait plus que pour l'importateur qui n'est pas exportateur en même temps. Celui-ci ne pouvant acheter sa monnaie internationale qu'avec sa monnaie intérieure est et reste soumis à tous les risques de change. Le commerçant à la fois importateur et exportateur est garanti.

Il ne faut pas exagérer l'importance de cet heureux résultat. On doit se demander si ce résultat ne pourrait pas être obtenu par des moyens plus simples que celui de l'unité de compte internationale. Ainsi les commerçants d'un pays à change déprécié ne pourraient-ils pas se couvrir contre les risques de change au moment où ils passent un marché, au moyen d'une opération spéculative. Supposons qu'ils achètent à terme des marchandises à l'étranger. Ils peuvent en même temps acheter à terme les devises qu'ils devront fournir le jour de l'échéance. Pour faciliter ces opérations, des marchés à terme de devises viennent d'être organisés sur les principales places d'Europe, se livrant au commerce de

change, Anvers (1) ou Amsterdam (2) par exemple. Ou encore les commerçants d'un pays à change déprécié pourraient se protéger contre une dépréciation ultérieure de leur propre monnaie en vendant en monnaie étrangère. C'est ce à quoi l'Allemagne semble s'être résolue à la suite de la chute considérable de son mark à l'automne 1921.

Ainsi donc l'adoption d'une unité de compte internationale ne semble être qu'un des moyens employés pour protéger les commerçants contre les risques de change.

Le projet de M. Vissering était plus ambitieux. M. Vissering nous entretient trop dans la première partie de son livre, de l'épuisement par l'exportation, de l'entgüterung, pour n'avoir pas pensé que son système ferait disparaître les inconvénients de ce fléau-là.

Les marchandises destinées au commerce international seront troquées, c'est-à-dire qu'elles seront vendues sans l'intermédiaire d'aucune monnaie. Elles seront échangées les unes contre les autres à égalité de valeur. Il est difficile en pratique de réaliser dans notre société moderne le troc primitif. Celui-ci comportait la présence simultanée des deux marchandises échangées sur un même marché et leur échange non seulement sans intermédiaire de monnaie, mais même sans fixation de prix. On ne peut pas réaliser cela, la présence simultanée des deux marchandises n'est pas possible.

1. Voir un article de M. Paul Hissenhoven sur « La mobilisation du change et le marché à terme du change à Anvers », dans la *Revue économique internationale* de septembre 1920.

2. Voir le numéro de février 1921 de la *Revue mensuelle de la Rotterdamsche Bankvereeniging*.

On créera donc plutôt un organisme chargé de recevoir les offres et les commandes. Il y aura un prix fixé dans une unité de compte internationale. Mais ces prix seront déterminés par la valeur des marchandises sur le marché international et non plus d'après les prix pratiqués à l'intérieur de chaque pays. L'Allemagne, en dépit de ses bas prix inférieurs, vendrait ses produits, son charbon, ses jouets de Nuremberg, son sucre aux mêmes prix que le charbon du pays de Galles, les articles de Paris ou le sucre de Cuba. Les changes auraient beau s'écarter encore de la parité de pouvoir d'achat, les produits allemands ou autrichiens n'en seraient pas plus sous-estimés, parce qu'ils ne seraient plus vendus en marks ⁷¹⁴ en couronnes.

Nous croyons que l'adoption d'une unité internationale de compte ne suffirait pas à assurer ce résultat. Ce n'est pas parce que l'on emploierait une autre monnaie, que l'on vendrait fatalement plus cher. Les exportateurs allemands ne savent plus ce que c'est que la monnaie d'or. Ils ne le savent plus parce que les prix ne sont plus depuis longtemps des prix d'or, et aussi parce que la valeur de l'or par rapport aux marchandises accuse depuis quelques années des fluctuations considérables. Lorsqu'ils devront donc facturer leurs exportations en dollars ou en marks-or ils ne sauront quels prix fixer.

Ils auront deux méthodes. La première consisterait à livrer leurs marchandises aux mêmes prix que les marchandises américaines ou anglaises. La seconde consisterait à prendre comme base les prix pratiqués à l'intérieur de l'Allemagne en les affectant d'un coefficient déterminé par une comparaison entre la valeur du mark-papier et du mark-or sur le cours des changes.

Ainsi un syndicat allemand exportateur de charbon pourra le vendre aux prix pratiqués sur le marché international par les commerçants anglais, c'est-à-dire 25 shillings la tonne, ou bien il pourra se faire le raisonnement suivant : « Je vends le charbon allemand sur le marché intérieur 800 marks la tonne. Le change du mark sur l'Angleterre est à 1000. Ainsi je vendrai ma tonne de charbon allemand £ 0,8, ce qui représente un prix bien inférieur aux prix du charbon anglais (1). »

Dans le premier cas les produits allemands seraient livrés aux mêmes prix que les produits similaires des autres pays, l'Allemagne ne souffrirait plus de la perte au change. Dans le second cas au contraire celle-ci durerait. Et malheureusement il est bien probable que les commerçants allemands préféreront choisir la dernière solution. Elle leur laisse leur marche normale de bénéfices, et leur permet de tuer la concurrence étrangère.

M. Vissering semble avoir prévu cet écueil. Il écrit dans sa brochure : « Il faudra cependant exercer une certaine pression pour mettre la chose en marche, entre autres il sera nécessaire d'empêcher qu'un plus grand drainage puisse se produire en Allemagne contre les paiements en marks qui doivent fatalement provoquer la ruine. C'est pourquoi *il faut*

1. On pourrait faire le même calcul en se servant de tout autre unité de compte. Nous ne croyons pas que la livre sterling puisse être choisie comme unité internationale puisqu'elle n'est plus basée sur l'or. Mais comme nous parlions de prix du charbon nous avons choisi la livre, parce que l'Angleterre est le plus grand exportateur de charbon dans le monde.

dra établir de nouveaux prix en Allemagne pour les livraisons à l'étranger. »

Ainsi donc l'Allemagne aurait deux prix différents pour la même marchandise, selon que celle-ci serait vendue sur le marché intérieur ou livrée à l'exportation. Et c'est bien là ce qui nous semble devoir amener des déceptions. Il ne nous semble guère possible qu'une même marchandise puisse avoir deux prix suivant l'acheteur auquel elle est destinée. C'est pour cela que nous croyons que le « barter-institute » serait trop fragile, et ne pourrait pas vivre. Il vivrait à la condition de devenir le seul moyen pour des étrangers de se procurer des produits allemands. Il faudrait pour cela que le marché des changes soit supprimé, et il ne peut être question d'une semblable mesure. Tant qu'il restera aux étrangers deux façons de se procurer des marchandises allemandes, par exemple du charbon, d'abord la commande au « barter-institute », puis l'achat sur le marché intérieur avec des devises achetées sur le marché des changes, il est bien certain que l'acheteur étranger ira sur le marché où la marchandise qu'il recherche sera livrée aux prix les plus bas, il désertera le « barter-institute ».

Tout cela nous semble confirmé par la tentative qui a été faite depuis un an à Amsterdam où l'on a essayé de créer un « barter-institute ».

Nous avons un dernier reproche à adresser au système de M. Vissering. En admettant, contrairement à ce que nous croyons, que le « barter-institute » vive et réussisse, ne deviendrait-il pas dangereux et n'aurait-il pas sur le cours des changes une influence inattendue ? Il consiste au fond à créer

un marché spécial toujours équilibré pour le commerce des pays à change déprécié, un marché d'où le poids des dettes anciennes serait éliminé. Mais si l'on crée un marché toujours équilibré avec des éléments provenant d'un autre où déjà un certain déséquilibre se manifeste, le déséquilibre de l'autre s'accroîtra. Aujourd'hui l'Autriche a une balance des comptes déficitaire. C'est dû surtout au poids des anciennes dettes. Elle pourrait payer ses dettes au moyen d'un accroissement de ses exportations. Mais si son commerce extérieur s'isole et ne joue plus aucun rôle sur le marché des changes, comment ses dettes anciennes seront-elles payées ? Il semble que le jour où le commerce extérieur d'un pays à change déprécié se ferait tout entier par le « barter-institute » le marché ordinaire des changes dépouillé de son élément stabilisateur, accuserait un déficit encore plus important, ce qui se traduirait par une aggravation des cours des changes.

Nous avons voulu signaler ce danger mais nous ne croyons pas à sa réalisation, nous ne croyons pas que le chiffre des affaires passant par l'intermédiaire du « barter-institute » aille vraiment en se développant.

Somme toute donc, le système si ingénieux de Vissering ne nous paraît pas devoir réussir. Il pourrait certainement protéger les commerçants contractant avec l'étranger contre les risques d'instabilité, mais il ne nous paraît pas pouvoir protéger efficacement le pays entier contre l'exportation à bas prix de tous ses produits. Il semble donc que le système dû à M. Vissering n'est point parfait.

Il est supérieur aux projets de M. Landesberger ou de M. Vanderlip, parce que ceux-ci se préoccupaient peu de savoir

comment la nouvelle monnaie resterait au pair avec l'or. M. Vissering a prévu l'objection, et organisé un système qui permettrait à la nouvelle monnaie de se maintenir au pair. Il réserve l'emploi de la nouvelle monnaie-or aux exportateurs. Mais, ce faisant, il fait disparaître tout l'intérêt du retour à l'étalon-or. Le résultat à obtenir consiste à permettre aux individus d'un pays d'acquérir à bon marché des moyens de règlement à l'étranger avec leur monnaie nationale. Avec le système de M. Vissering, le problème n'est pas résolu. Ce système ne profite qu'aux exportateurs, et il ne leur donne rien de plus que ce qu'ils ont déjà, car dès aujourd'hui, ils ont cessé de vendre en monnaies dépréciées. L'adoption d'une monnaie de compte internationale ne fait que leur promettre la stabilité de la valeur des traites qu'ils ont tirées sur leurs débiteurs étrangers. Mais il y a longtemps que le simple fait de vendre en monnaie étrangère stable leur a accordé le bénéfice de cette stabilité.

CHAPITRE V

LES ENSEIGNEMENTS DES FAITS

Les siècles passés ne nous fournissent guère d'éléments pour discuter sur les chances de succès d'une monnaie internationale de compte. Il n'y a jamais eu de système monétaire universel, et c'est en vain que nous ouvririons l'histoire, pensant y trouver des faits qui nous apporteraient la confirmation ou la condamnation très nette des thèses soutenues par les partisans d'une monnaie de compte internationale.

Ceux-ci ont cependant cherché et prétendu trouver des précédents. Ceux qui prétendent créer un système de monnaie de compte indépendante de tout étalon ne cherchent pas d'arguments dans l'histoire. Mais ceux qui veulent une monnaie de compte basée sur l'or ont cherché des ancêtres à leur système. M. Vissering a cru les trouver dans les monnaies de banque du xvii^e siècle, ou même dans les monnaies de foire du moyen âge. Il a invoqué ces exemples dans un de ces discours de Bruxelles. Que faut-il en penser ?

1° Les monnaies de banque.

M. Vissering a surtout insisté sur les monnaies de banque. Nous ne croyons pas que cet exemple soit très probant. C'est en étudiant le système organisé par ces banques que nous

sommes arrivés à un certain scepticisme sur le succès du plan tracé par M. Vissering. Oui certes, il est possible de créer un système de compte international, on peut le concevoir relié aux différents systèmes monétaires nationaux, on peut le concevoir aussi tout à fait indépendant d'eux.

Mais nous croyons que ce système a répondu à d'autres besoins que ceux d'aujourd'hui, et a été inauguré dans d'autres circonstances que celles où nous sommes.

Qu'il nous soit seulement permis de prendre deux exemples, celui de la banque de Hambourg, et celui de la banque d'Amsterdam, les autres étant un peu moins nets (1).

Sans doute avant celles-ci, d'autres avaient créé de la monnaie de banque, et notamment celles de Venise ou de Gênes, mais cette fonction monétaire n'avait été qu'un incident dans leur vie, et nullement le but même de leur fondation. Elles avaient surtout été, comme le fait remarquer Bagehot, dans « Lombard Street » de grandes compagnies financières destinées à prêter de l'argent au gouvernement des villes où elles se trouvaient.

La banque de Hambourg, au contraire, où celle d'Amsterdam ont été établies pour subvenir aux besoins du commerce à qui il fallait une monnaie stable.

1. Les banques des grandes Républiques d'Italie (Gênes ou Venise) par exemple ne furent pas des banques créées dans un but purement commercial. La banque de Saint-Georges notamment eut surtout un rôle politique. Elle jouait le rôle de trésor de la république de Gênes, et son rôle le plus important consista surtout à aider la république, quand celle-ci avait besoin d'emprunter. Voir à ce sujet l'étude de Wiszniewski sur *L'histoire de la banque de Saint-Georges de la République de Gênes*.

La banque d'Amsterdam fut créée après bien des hésitations en 1609 (1). Si on la créa, ce ne fut pas seulement pour protéger le commerce extérieur, mais ce fut aussi pour assainir les transactions intérieures. M. Vissering a particulièrement mis en lumière ce fait, qu'Adam Smith avait un peu laissé dans l'ombre.

Aux yeux d'A. Smith, si l'on créa de la monnaie de banque, c'est parce que la situation même des grandes places commerçantes rendait impossible chez elles toute autre réforme monétaire. Ces grandes places, comme Amsterdam ou Hambourg, recevaient de la monnaie étrangère rognée ou faible, et quand bien même, explique-t-il, ces villes auraient frappé et mis en circulation de la monnaie droite, la circulation monétaire n'en aurait pas été assainie, car, l'apport de monnaie étrangère restant toujours le même, celle-ci aurait circulé à la place de la monnaie nationale saine.

Nous avons peine à croire que dans ce cas la monnaie nationale saine n'aurait pas assez vite bénéficié d'un certain *agio* et circulé elle aussi, et avec une valeur un peu supérieure. Aussi croyons-nous que l'explication de Smith n'est pas complète, ni absolument exacte historiquement.

Smith semble avoir oublié les mutations monétaires si fréquentes sous l'ancien régime. La monnaie faible et dépréciée, dont il fallait prévenir l'invasion, et contre laquelle on cherchait à se protéger, ce n'était pas la monnaie étrangère, c'était la monnaie nationale nouvellement frappée. Les souverains « augmentaient » les monnaies, ils réduisaient con-

1. Voir les développements de M. Vissering dans son livre *On Chinese Currency* Amsterdam 1912, ou ses articles sur la bourse d'Amsterdam dans la *Revue économique internationale* (janvier 1906).

stamment le poids du métal contenu dans l'unité de compte. En 1608, la Hollande avait encore connu une mutation monétaire. Il y en eut d'autres quelques années plus tard.

Qui profitait de ces mutations ? D'une façon générale, tous les débiteurs, mais parmi ceux-ci, il y en eut dont les profits parurent plus particulièrement iniques. D'abord les débiteurs étrangers, car le bénéfice de ceux-ci se traduisait, non seulement par une perte pour un prêteur particulier, mais aussi par une perte pour tout le pays. Ce débiteur se libérait en rendant moins d'or qu'on ne lui en avait avancé. A cette époque de mercantilisme, c'était un scandale. La colère publique se porta aussi et surtout contre les caissiers, que l'on accusait de se livrer au « biguettage » des monnaies, c'est-à-dire que recevant des pièces lourdes, ils ne remettaient plus après la mutation monétaire que des pièces légères, et vendaient les anciennes d'après leur poids métallique. Quelques mesures furent prises contre eux, puis la réforme s'imposa. On imagina de créer une unité de compte représentant un poids invariable d'or et d'argent, et d'utiliser cette unité de compte le plus possible, surtout dans des transactions avec l'étranger. La circulation serait assurée par des traites sur la banque. Ainsi c'est par un système de monnaie de compte que l'on essayait de remédier aux vices d'un autre système de monnaie de compte.

Ce fut la municipalité d'Amsterdam qui créa la banque ; celle-ci commença ses opérations le 31 janvier 1609. L'unité de compte choisie représentait exactement le poids de métal que portait une pièce métallique, le rixdale, tel qu'elle avait été frappée en 1608. Le rixdale contenait 220 $\frac{1}{5}$ as d'argent fin. Ce fut le poids d'argent que représenta le florin-banque. Au

début, la banque accepta les rixdales, pour l'équivalent d'un florin-banque, les autres pièces étaient prises d'après leur titre fin de métal. Plus tard, elle pesa toutes les pièces qu'on lui offrait, les rixdales ayant à peu près disparu. Les opérations en florins-banque se développèrent assez vite car toutes les traites de plus de cinq cents florins sur Amsterdam avaient été déclarées payables obligatoirement en monnaie de banque.

Le système fonctionna très bien. Les transactions en florins-banque se développèrent. Il y eut sans doute des périodes de crise pour l'Amsterdamsche Visselbank. Parfois la monnaie de banque accusa par rapport à la monnaie réelle un certain disagio sur le marché, mais faible. En 1672, lors de l'invasion française, on craignit une saisie de l'encaisse de la banque, et le disagio de la monnaie de banque atteignit 5 %. Mais la crise ne dura pas. Ceci est surtout dû à ce que l'on était partout intimement persuadé que chaque traite tirée sur la banque était représentée par un certain poids d'or dans la caisse de celle-ci. On croyait fermement que la banque ne se servait pas de son dépôt pour faire des avances. Et c'était exact au début. La banque d'Amsterdam ne connaissait pas l'audacieuse politique des banques modernes, qui se contentent d'une encaisse égale au tiers (ou même un peu moins) de leurs engagements.

Elle ne cherchait pas sa rémunération dans la différence entre le taux d'intérêts servi à ses déposants (elle ne leur donnait aucun intérêt en fait) et celui exigé de ses emprunteurs. Elle la trouvait dans le droit de garde exigé de ses déposants et dans la légère commission exigée à chaque opération : dépôt ou retrait de fonds.

Mais malheureusement cette fidélité aux principes ne fut

pas éternelle. En cachette, la banque fit des avances irrégulières à la municipalité, pendant tout le xviii^e siècle. La crise où elle devait sombrer ne commença cependant qu'au moment de la domination française dans les dernières années du siècle. Elle fut enfin dissoute en 1819, mais elle mourut parce qu'elle ne faisait plus d'affaires, et non à la suite de scandales. Tous ses déposants avaient été remboursés.

Pendant deux siècles elle avait doté Amsterdam et le commerce néerlandais d'une unité de compte stable dont l'influence émerveillait Montesquieu (1) et qui n'est pas pour rien dans le développement de l'esprit commercial de la Flandre.

Hambourg eut une banque semblable à partir de 1619, et le succès de celle-ci fut tout particulièrement important. Elle avait choisi comme unité de compte un poids fixe d'argent, à qui elle donna le nom de mark-banco. Le mark-banco valait 1 fr. 872 de notre monnaie d'argent, et représentait 8 gr. 39 d'argent fin. La banque avait aussi été créée avec l'appui de la municipalité de la ville libre de Hambourg ; et on décida, de même qu'à Amsterdam, que toutes les traites supérieures à 500 marks devraient être payées en argent de banque. Ainsi furent évités tous les inconvénients résultant des mutations et de la diversité des systèmes monétaires établis en Allemagne avant la création du Reich unifié. Les opérations de la banque de Hambourg durèrent beaucoup plus longtemps que celles de la banque d'Amsterdam. Elles ne prirent fin qu'en 1873 au moment où l'Allemagne eut une nouvelle unité monétaire bien définie.

1. « Les Hollandais règlent le change de presque toute l'Europe par une espèce de délibération entre eux, selon qu'il convient à leurs intérêts. » Montesquieu. *Esprit des lois*, livre XXII, chap. X (en note).

A cette date, l'Allemagne adopta le monométallisme-or. La banque ne pouvait plus continuer de jouer son ancien rôle. Il fut alors décidé que ses comptes devraient être liquidés avant le 15 février 1873. Après cette date, toutes les créances énoncées en marks-banco ne devaient conférer que le droit de se faire remettre un demi thaller prussien par mark, mais non plus de l'argent fin.

Le mark-banco avait pris une importance considérable, surtout parce qu'il n'était pas seulement utilisé par la banque et ses clients. Il servait aux paiements même réglés en dehors de la banque, tant il était commode. Lorsque la France par exemple eut à payer à la fin de la guerre de 1870 l'indemnité de cinq milliards que le traité de Francfort lui imposait, elle livra une somme de près de 300 millions de marks-banco. Ainsi la nouvelle unité de compte était utilisée partout. Elle constituait un premier pas vers l'unification monétaire de cette formidable puissance économique que devait être l'Allemagne.

Nous ne voulons pas faire l'histoire des autres banques de change, leur histoire ressemble trop à celle des deux précédentes. La banque d'Amsterdam servit de modèle aux deux banques de Rotterdam et de Middelbourg, un peu plus récentes et un peu mieux organisées au point de vue technique. Elles commencèrent à se rendre compte que c'était une sottise de garder inutilisés les fonds versés par leurs déposants et qu'elles pourraient sans danger avancer à court terme ces fonds. Mais faisant ces avances plus ouvertement, elles purent avoir une politique plus sage que la banque d'Amsterdam. Plutôt que de faire des avances aux municipalités, elles prêtèrent aux particuliers qui leur offraient des gages sérieux.

La banque de Rotterdam eut beaucoup de succès, parce qu'elle tenait à la fois des comptes en monnaie de banque et en monnaie courante.

La banque de Hambourg aussi fit école en Allemagne. A Nuremberg (1), à Berlin, à Breslau (2) d'autres « girobanques » furent créées presque toujours avec l'aide de la municipalité.

Quelle conclusion tirer du succès de ces banques ? Nous croyons qu'en invoquant leur exemple M. Vissering fournissait un argument plus facile que sérieux. Leur histoire peut bien nous prouver qu'une monnaie de compte est possible, elle ne nous prouve pas qu'un semblable système serait très utile dans les circonstances actuelles.

Jamais la création de monnaie de banque ne fut un procédé employé pour améliorer le cours de la monnaie réelle.

En effet on avait créé la monnaie de banque absolument indépendante de toute monnaie réelle en circulation. Le cours de la monnaie réelle varia sans cesse par rapport à la monnaie de banque. On put dresser des tables indiquant aux différentes périodes l'agio de la monnaie de banque. La création des monnaies de banque ne servit jamais ni à stabiliser la monnaie nationale, ni à en améliorer le cours.

Mais elle avait suffi à mettre les commerçants à l'abri des mutations monétaires et des variations de change qui les accompagnaient. Elle les protégeait contre une dépréciation

1. Fondée en 1621. La municipalité de Nuremberg décida de plus que toutes les traites de plus de 300 marks devraient être payées en monnaie de banque.

2. Fondée en 1765. Elle utilisait comme unité de compte le thaler-banco.

ultérieure de la monnaie nationale. Qu'en devons-nous conclure ? Quels services pourrait rendre aujourd'hui une unité de compte stable ? Nous croyons qu'elle aurait le même rôle que le mark-banco ou le florin-banque. Elle protégerait le commerçant contre un mouvement du cours des changes.

Ceci paraît suffisant à quiconque voit en l'instabilité le seul vice du marché des changes, et ne porte aucune attention au fait de la dépréciation permanente de certaines devises au-dessous de la parité de pouvoir d'achat. Mais la création d'une unité de compte internationale semblera un remède bien insuffisant à qui se rend compte des inconvénients de cette dépréciation : d'une part le « dumping de change », d'autre part l'épuisement par l'exportation, l'« entgüterung ».

La création d'une unité de compte internationale ne pourrait sans doute rien contre ce mal-là.

Rien dans l'histoire des monnaies de banque ne nous permet de l'espérer. Celles-ci ont été créées à une époque où ce vice n'existait pas et où les mouvements des changes suivaient ceux des prix intérieurs.

2° *Les monnaies de foire.*

Il y a peut-être un précédent historique sur lequel M. Vissering aurait pu s'appuyer plus sûrement. En somme les « girobanques » des ^{xvii}^e et ^{xviii}^e siècles n'ont fait que créer une unité de compte basée sur l'or. La création d'une pareille banque à notre époque, sans aucune précaution, supposerait résolu le problème principal. Comment se procurer l'or à déposer dans les caisses de la banque pour y bénéficier d'un compte courant ? Mais ce problème n'est nullement résolu.

Les Etats européens n'ont pas d'or, et il leur est difficile de s'en procurer beaucoup en exportant, leurs produits étant, comme nous l'avons dit, sous-estimés. C'est pourquoi M. Vissering a voulu organiser un institut de troc, une sorte de chambre de compensation pour marchandises. Il n'y avait pas dans le cas des monnaies de banque, un échange de marchandises organisé. Et c'est pourquoi nous croyons que le meilleur précédent qu'aurait pu invoquer M. Vissering n'est pas l'histoire des monnaies de banque, mais bien celle des monnaies de foire du moyen âge. Il y avait vraiment là, comme dans le système dont M. Vissering prévoit la formation, un échange organisé de marchandises, accompagnant l'adoption d'une unité de compte.

L'on sait assez depuis des études récentes (1) ce que furent les foires du moyen âge, quelle fut leur importance à une époque où le commerce international souffrait de l'absence de moyens de transport et où les routes étaient peu sûres.

De grandes foires se réunissaient aux carrefours des grandes routes. Les plus importantes furent celles de Champagne, parce que les routes de la Méditerranée à la mer du Nord, ou de Paris vers l'Allemagne y passaient.

Ces foires étaient à la fois des foires de marchandises et des foires de change. Les échanges de marchandises duraient un mois au milieu de fêtes ou d'exercices religieux. Puis les transactions prenaient fin, et les changeurs procédaient aux règlements de ces transactions. Peu à peu ces règlements en foire prirent une très grande importance. On réglait seule-

1. Voir Bourquelot et ses études sur les foires de Champagne.

Voir Huvelin. *Essai historique sur le droit des marchés et des foires* (Paris, 1897).

ment au début les affaires conclues dans le courant de la foire. Puis l'habitude de payer à terme se développa, et un grand nombre d'affaires furent stipulées payables à la foire suivante. Enfin les commerçants prirent l'habitude de stipuler payables en foire les traites nées d'une opération commerciale même passée en dehors de toute foire. C'est ainsi que les paiements en foire se développèrent et constituèrent un des modes de règlement les plus commode du moyen-âge. Les traites payables en foire circulaient assez facilement. Ainsi à la fin de chaque foire, se réglaient par voies de compensation entre l'ensemble des changeurs un très grand nombre d'affaires : D'abord celles de la foire qui venait de finir, et en même temps un grand nombre d'affaires conclues à la précédente, ou en dehors de toute foire.

Ces opérations entre changeurs, nous intéressent particulièrement parce qu'elles étaient effectuées la plupart du temps en une unité de compte absolument indépendante de toute monnaie frappée à cours légal. L'unité de compte portait des noms tout à fait divers (aux foires de Champagne on utilisait l'écu de foire) mais représentait toujours un certain poids d'argent. En fait, il est à remarquer que la monnaie ainsi utilisée pour les paiements en foire ne resta pas toujours une simple monnaie de compte. Il lui arriva de se matérialiser et d'être représentée dans la circulation par des pièces frappées. La ville, où les foires se réunissaient, obtenait parfois du roi le droit de battre monnaie. C'est ainsi que Provins eut de très bonne heure un hôtel des monnaies. Mais ceci ne se généralisa pas ; les monnaies de foire furent et restèrent bien pour la plupart de simples expressions monétaires.

On fixait le prix des marchandises vendues en monnaie

de foire et les réglemens avaient lieu par compensation après la fin des transactions.

Que dire des résultats de cette organisation :

Ici, encore moins que pour les monnaies de banque, nous n'aurons pas à démontrer que ce système n'a pas servi à stabiliser le cours des différentes monnaies réelles. La monnaie de foire était absolument indépendante de toutes les monnaies nationales des commerçants venant acheter ou vendre. Sans doute à la fin de la foire, il passait entre les mains des changeurs des traites rédigées en monnaies diverses, en livres tournois ou en livres parisis, par exemple, mais la monnaie de foire en était absolument indépendante et accusait par rapport à celle-ci un agio plus ou moins important.

D'autre part il est certain que la pratique des monnaies de foire suffisait à protéger les commerçants contre les inconvénients des mutations monétaires. Ils contractaient en une monnaie stable, contenant un poids d'or toujours le même.

On ne peut guère savoir en s'appuyant sur cet exemple si aujourd'hui une organisation semblable aux foires anciennes, la création par exemple d'un institut de troc où on utiliserait une unité de compte basée sur l'or, pourrait permettre au pays à change déprécié de vendre leurs produits à un prix absolument indépendant des prix intérieurs, et égal au prix des mêmes produits, originaires des pays à change apprécié. Sans doute cela se passait ainsi en foire, les produits étaient vendus à égalité de valeur, quelle que soit leur origine, mais alors rien ne s'y opposait, parce qu'il n'y avait guère d'autre moyen de faire du commerce. Aujourd'hui au contraire, la

situation n'est plus la même. Si l'on créait un institut de troc, la difficulté viendrait de ce qu'il y aurait à la fois deux façons de se procurer les produits des pays à change déprécié et de ce qu'on pourrait en utilisant le marché des changes se les procurer aux prix intérieurs moins élevés que ceux du barter-institute. L'exemple de cette organisation ne peut donc pas nous servir à prouver que le barter-institute pourrait fonctionner conformément aux vues de M. Vissering, et que les prix des marchandises que l'on y échangerait seraient indépendants des prix intérieurs du pays d'origine.

Ainsi donc ces expériences anciennes : monnaies de banque ou monnaies de foire, nous montrent seulement que la création d'une monnaie de compte basée sur l'or peut bien protéger les commerçants contre les inconvénients résultant d'un mouvement du change, mais rien ne prouve qu'elles pourraient être un remède à la perte au change permanente d'une monnaie.

3° *Les instituts de troc.*

Ces vieilles expériences ne prouvent donc pas grand'chose en faveur des idées de M. Vissering, ni contre elles. Monnaies de banque et monnaies de foire sont nées en des époques très différentes de la nôtre, et ont servi de remèdes à des maux fort différents de ceux dont nous souffrons aujourd'hui. Elles n'ont pas connu les difficultés de l'heure actuelle, et personne ne peut conclure de leur histoire qu'en face de celles-ci, un système analogue pourrait rendre service.

Les monnaies de banque consistaient seulement à donner

aux Etats à monnaie instable une monnaie-or. Mais ce qui était possible au temps où les Etats avaient une balance des comptes équilibrée ne l'est plus aujourd'hui.

Vouloir créer un système semblable à celui des monnaies de banque c'est escamoter le problème fondamental, qui consiste à chercher comment les pays à change déprécié pourront avec une balance des comptes déficitaire, conserver le stock d'or nécessaire au maintien au pair de la monnaie.

Nous avons vu que l'on avait compté pour cela, soit sur des accords de crédit, soit sur la création d'un barter-institute, institut de troc où la balance des comptes de chaque pays eut été sans cesse équilibrée, et qui serait le domaine réservé à la nouvelle unité de compte basée sur l'or.

Un institut de troc, un bureau de commandes, cela semble a priori facile à organiser. Malheureusement, les deux essais faits récemment pour en établir vont nous faire perdre cette illusion. Ils ont coûté beaucoup de peine, les difficultés se sont accumulées contre eux au moment de leur organisation. Et les efforts ont abouti à presque rien. Les deux instituts de troc de Copenhague et d'Amsterdam ont donné de déplorables résultats.

I

En 1920, la Russie de Soviets désirant reprendre les relations commerciales avec l'étranger cherchait quelle monnaie lui servirait d'intermédiaire. On tenta de fonder sur une place étrangère un institut de troc, qui recevrait les commandes, dont la valeur serait énoncée en une monnaie unique.

Le D^r Carl Thalbitzer de Copenhague avait présenté à la

Conférence de Bruxelles (1) d'octobre 1920 un projet tendant à la création d'un double organisme de compensation. Une chambre de compensation pour marchandises, et une nouvelle banque d'émission internationale. La chambre de compensation pour marchandises fonctionnerait comme le barter-institute de M. Vissring. C'est le même plan sous un nom différent.

On imagina d'expérimenter ce plan ; cela permettrait de reprendre le commerce avec la Russie.

En 1920, une société financière au capital de deux cent millions de couronnes danoises, fut créée, surtout avec des capitaux danois et anglais.

L'affaire avait tous les caractères d'une entreprise privée, au moins du côté danois. On prévoyait qu'un crédit originaire assez important serait ouvert à la Russie ; celle-ci devait disposer pendant un an, d'un crédit de £ 500.000.000 sur la place de Londres.

En échange on exigerait quelques garanties : un dépôt d'or serait constitué à Copenhague par les Soviets. Il devrait atteindre 2 millions de roubles or.

Une banque devrait être créée à Copenhague, qui serait chargée d'offrir à la Russie les capitaux mis à la disposition de celle-ci par les banques anglaises. Bien qu'en principe on n'ait voulu établir qu'un institut de troc, l'or devait jouer un rôle important sur ce marché. On prévoyait que les exportations russes seraient difficiles et peu importantes. Aussi fallut-il assurer à tous les vendeurs des autres pays quelques

1. On trouvera son projet exposé dans le Rapport préparatoire de la Conférence de Bruxelles, n° 12, page 30.

garanties. C'est dans ce but que l'on prit toute une suite de décisions donnant à la banque servant à la fois d'institution de crédit, et de « Clearing house », un certain pouvoir sur les deux millions de roubles or déposés par le gouvernement des Soviets. Pour obtenir du crédit, l'acheteur russe devait fournir personnellement en garantie des valeurs-or égales à 25 % du crédit demandé. Cette garantie étant insuffisante, il fut décidé que l'or déposé deviendrait la possession de la banque, si la Russie faisait défaut pendant plus d'un an à ses obligations.

Le système fonctionna peu et mal.

Une double résistance se fit sentir : d'abord de la part des établissements bancaires anglais. Ceux-ci refusèrent d'escompter les traites tirées sur la Russie avec la seule garantie du Trésor de Copenhague. Ils désiraient que les banques danoises acceptent ces traites, et courent les risques du recours contre le dépôt d'or. La banque nationale du Danemark finit par céder. Elle accepta d'escompter les traites et s'engagea à diriger l'or qu'elle recevrait, sur n'importe quelle place.

Les transactions commencèrent alors, mais elles ne furent pas brillantes. Le monopole du commerce extérieur fut réservé en Russie au gouvernement central des Soviets, et l'on se rendit compte que la Russie n'avait presque rien à exporter. Elle importa, mais ce fut surtout le dépôt d'or qui paya ses importations. De 2 millions de roubles, il était tombé en juin 1921 à 500.000 roubles. Ainsi donc nous avons affaire à un organisme qui n'est « institut de troc » que de nom. C'est avec de la monnaie que la Russie a payé ses importations.

La durée de cet organisme fut éphémère. Depuis les accords Krassine-Robert Horne, la Russie a un autre moyen de faire du commerce avec l'étranger. Elle ne se sert plus de l'institut de Copenhague. Ne nous étonnons donc pas d'apprendre par les *Commerce Reports* du 11 août 1920 que les échanges sont interrompus et qu'on ne songe plus à donner au clearing house le développement auquel on avait songé.

II

Nous n'insistons pas sur cette tentative éphémère qui ne constitua ~~pas~~ vraiment qu'en apparence un institut de troc tel que celui auquel pensaient M. Vissering ou M. Thalbitzer.

Un essai plus intéressant vient d'être fait à Amsterdam. On a voulu y créer un barter-institute qui nous semble inspiré quelque peu des idées de M. Vissering. Nous voulons parler du fameux crédit de 200.000.000 de florins accordé à l'Allemagne par la Hollande.

Il avait décidé, à l'origine, que sur les 200 millions de florins dont se composait le crédit, 60 millions étaient accordés au gouvernement allemand pour des importations de vivres, mais ces vivres devaient être achetés en Hollande. Les 140 millions de florins composant la deuxième tranche du crédit devaient être destinés aux besoins de l'industrie allemande. On ne stipulait pas qu'ils devaient exclusivement être utilisés à l'achat de produits néerlandais, ce qui prouve très nettement que par l'intermédiaire de ce crédit roulant, la Hollande espérait faire passer par chez elle une partie du commerce

allemand, et accroître l'importance d'Amsterdam comme place de change. Le Gouvernement hollandais avait pris soin en effet de stipuler que les importations devraient se faire autant que possible par l'intermédiaire des ports et du commerce hollandais.

Cette tranche de 140 millions de florins devait avoir la forme d'un crédit roulant ; ce chiffre constitue le maximum de ce que l'Allemagne peut à tout moment avoir emprunté, mais, à chaque restitution, la somme dont l'Allemagne peut encore disposer augmente, tandis qu'elle diminue à chaque demande. C'est en somme la même organisation que celle du compte courant en banque, mais ici le titulaire est légion, c'est l'industrie allemande tout entière.

La durée de ce crédit est de dix ans. Le crédit individuel consenti à chaque importateur allemand peut aller de trois à six mois.

Voici l'essentiel de ce qu'il y a à dire sur l'organisation de ce crédit.

Mais depuis sa naissance celui-ci a déjà une histoire mouvementée. L'intention du gouvernement hollandais était-elle au début de faciliter la création d'un institut de troc ? Il y a d'assez fortes différences entre le projet de M. Vissering et l'organisation de ce crédit. Et notamment le projet de M. Vissering ne prévoyait pas d'avances de fonds par des gouvernements étrangers. De plus dans les discussions provoquées par l'accord de ce crédit germano-hollandais, jamais le mot d'institut de troc n'a été prononcé.

Il n'en est pas moins vrai que l'idée de « barter-institute » était en germe dans ce crédit. En définitive, à quoi ce crédit aboutissait-il ? A mettre à la disposition de l'Allemagne des

florins, c'est-à-dire de la monnaie presque équivalente à l'or, en quantité croissante au fur et à mesure du développement des exportations allemandes, en quantité décroissante le jour où les importations l'emporteraient. Une réserve de change était laissée à l'Allemagne, en relation étroite avec le mouvement de son commerce extérieur. Le crédit sera organisé, disait lui-même l'annexe A du projet de loi soumis aux États généraux des Pays-Bas, « de telle façon que l'achat des matières premières, par application de ce crédit, sera réglé en compte-courant par compensation avec l'exportation des articles fabriqués au moyen de ces matières premières. »

Ajoutons que le gouvernement hollandais manifesta dès le début l'intention de ne pas offrir un simple crédit en banque à l'industrie allemande, mais chercha, par cet intermédiaire, à importer aux Pays-Bas du charbon allemand dont la valeur eût été portée au crédit de l'Allemagne. Il semble donc bien qu'au début on espérait qu'il y aurait une relation constante entre le montant des crédits ouverts à l'Allemagne et le montant de son commerce extérieur. On espérait donner au commerce extérieur de l'Allemagne le bénéfice de l'utilisation d'une monnaie stable. M. Vissering avait prévu lui-même que dans l'institut de troc à créer, l'unité de compte utilisée pourrait ne pas être une unité nouvelle, mais que le florin pourrait rendre les mêmes services (1). Il ne restait plus pour

1. Voir Vissering, *op. cit.*, p. 63 : « La fixation devra donc se faire des deux côtés en florins néerlandais ou, si l'on n'a pas assez de confiance en la stabilité du florin néerlandais, on pourra choisir une nouvelle unité de calcul, par exemple un mark-or fictif ou un florin-or fictif, ce qui en somme reviendrait au même. »

créer l'institut de troc qu'à organiser les bureaux chargés de recueillir les commandes.

Ceux-ci n'ont pas encore été créés. Il n'y a pas au fond de barter-institute. Il n'existe qu'une sorte d'organisation bancaire. Et si l'institution s'est ainsi transformée il nous faut dire pourquoi. C'est qu'elle s'est heurtée successivement à toute sorte de résistances. Nous devons en parler.

C'est dans les premiers mois de 1920 que l'on commença de s'occuper à organiser ce crédit, car la Hollande avait exprimé le désir d'obtenir de l'Allemagne par ce moyen le charbon qui lui manquait. Ce crédit était alors conçu sous la forme d'un crédit d'Etat à Etat. L'Allemagne devait employer 140 millions de florins à acheter des matières premières. Elle devait puiser à cette source tant que cette somme n'aurait pas été atteinte.

La première difficulté à laquelle ce crédit se heurta fut d'ordre diplomatique. La Hollande espérait obtenir par voie de troc du charbon allemand. Mais dès qu'il fut question de la livraison de celui-ci, les puissances alliées protestèrent, se réclamant du droit de priorité qui leur est reconnu par le traité de Versailles sur la livraison du charbon allemand.

Lorsque cette question fut réglée on se heurta à un autre ennui. Le système du crédit d'Etat à Etat n'était pas très favorable au projet. On fonda donc un comité pour l'administration du crédit qui porta le nom de : *Treuhandvereinigung für das deutsch Niederlandische Finanzabkommen*. C'est à ce comité et non plus aux États qu'est confiée l'administration de ce crédit. On n'était pas à bout des difficultés. Le comité avait été fondé au printemps de 1921. Quelques mois plus tard il n'avait pas été fait usage encore de ce crédit. En

juin 1920 la Treuhandvereinigung avertissait l'industrie allemande qu'elle pouvait désormais utiliser le crédit. Ainsi donc en juin 1920 c'est-à-dire dix-huit mois après son apparition, cette idée n'avait encore porté aucun fruit.

Et ainsi l'institution s'était transformée. Tel qu'il est organisé aujourd'hui, ce crédit n'accompagne pas un marché spécial, il n'a aucune relation avec les importations et les exportations allemandes. Il n'est plus qu'un moyen employé pour avancer des florins à court terme aux Allemands qui en demandent.

Quels résultats a donnés aujourd'hui cette organisation ? De très minces résultats. La partie du crédit qui a été la plus utilisée est celle qui nous intéresse le moins, c'est la tranche réservée au gouvernement allemand pour l'achat de vivres en Hollande.

L'Etat allemand a emprunté jusqu'à 27 millions de florins. Mais en juin 1921 il y eut une alerte, l'Allemagne demanda à utiliser le reste de cette tranche de 60 millions, c'est-à-dire à peu près 32 ou 33 millions pour l'achat de vivres en Amérique. On a même prétendu que l'Allemagne avait voulu utiliser ces 32 ou 33 millions à des versements aux Alliés. Quelques journaux un peu pressés étaient allés jusqu'à dire que l'autorisation lui avait été donnée. Ce n'était qu'un faux bruit. Jamais le gouvernement allemand n'a fait usage des 32 millions de florins dont il peut encore disposer. Il paraît même qu'il a déjà remboursé les 27 premiers millions.

Quant à la tranche de 140 millions de florins abandonnés à l'industrie allemande le montant maximum dont on a fait usage à un moment donné n'a pas dépassé 40 millions de florins. L'on ne sait pas exactement quel fut le chiffre d'affaires total.

En somme c'est un échec. On voulait organiser un institut de troc; pour faciliter sa création, on offrait aux pays à change déprécié un crédit originaire assez élevé. Le barter-institute a disparu, seule l'organisation de crédit s'est maintenue. Et, comble de malheur, l'industrie allemande a paru ne pas s'intéresser au crédit qu'on lui offrait (1).

Il est vrai que le crédit de 200 millions de florins a été ouvert pour dix ans et nous ne sommes qu'au début des opérations auxquelles s'est consacrée la « Treuhandverwaltung fur das deutsch-niederlandische Finanzabkommen ». Peut-être peut-on espérer que dans l'avenir le chiffre des affaires passant par son intermédiaire s'accroîtra. Rien ne permet de le supposer cependant, et les débuts ne sont pas très encourageants. Bien que l'expérience ne se soit pas encore entièrement développée, nous croyons quand même pouvoir faire immédiatement plusieurs constatations.

D'abord le barter-institute ne s'est pas formé.

Ensuite les commerçants allemands n'ont pas cherché à faire usage de ce crédit, bien qu'il ait été établi avec soin et sans aucune étroitesse d'esprit, ce que dénote bien la possibilité laissée aux allemands d'utiliser les florins ainsi obtenus à des achats de marchandises non hollandaises. Pourquoi se sont-ils désintéressés de ce crédit ? C'est qu'ils n'y ont trouvé aucun avantage. Il y a longtemps que les Allemands ont pris l'habitude de ne plus vendre en marks à l'étranger,

1. Tous ces renseignements tant sur l'organisation que sur les résultats du crédit germano-néerlandais nous ont été fournis par la *Rotterdamse Bankdereeening*, soit par sa circulaire mensuelle, soit par les lettres que son bureau financier a bien voulu nous faire parvenir à titre particulier.

il y a longtemps qu'ils vendent en florins ou en livres sterling, et qu'ils sont ainsi à couvert contre les variations du mark sur le marché des changes. Les traites en florins ou en livres qu'ils tirent sur leurs acheteurs sont facilement escomptées par les banques néerlandaises ou anglaises. Quel avantage de plus leur offre la Treuhandverwaltung ? On ne voit pas bien.

Ainsi donc, les divers essais auxquels on s'est livré depuis trois ans pour établir des marchés où le système monétaire serait simplement représenté par une monnaie de compte ne sont pas encourageants ; ils constituent autant d'échecs.

TROISIÈME PARTIE

A quoi peut servir la création d'une monnaie de compte internationale, et à quelles conditions est-elle possible ?

Les systèmes exposés plus haut étaient très divers ; nous avons dû les critiquer l'un après l'autre, car nous n'avions pas à leur faire à tous les mêmes reproches. Leur diversité vient surtout de ce qu'aucun d'eux ne s'occupe *uniquement* de la création d'une monnaie de compte internationale. La plupart d'entre eux prévoyait en même temps qu'une modification du système de comptabilité international une organisation de crédits internationaux.

En fait si nous voulions classer tous ces systèmes non plus d'après leur forme extérieure, mais d'après le but cherché par leurs auteurs, il n'y aurait plus à distinguer si les monnaies projetées doivent être ou non étalonnées sur l'or, même plus, croyons-nous à séparer les systèmes de monnaie réelle des systèmes de monnaie de compte. Nous nous apercevrons seulement qu'il y a deux catégories de projets :

1° Ceux qui cherchent une stabilisation des changes européens, et un retour de ceux-ci à la parité de pouvoir d'achat.

2° Ceux qui se bornent à vouloir rétablir dans les pays à

monnaie de papier une monnaie-or indépendante de l'ancienne,

Nous croyons qu'à elle seule l'adoption d'une monnaie de compte internationale ne peut suffire à réaliser l'un ni l'autre de ces desiderata. Mais elle est surtout impuissante à réaliser le premier. Créer une monnaie de compte, c'est simplement modifier le système de comptabilité appliqué aux règlements internationaux, c'est une réforme qui en elle-même ne peut avoir aucune influence sur la balance des comptes, ni améliorer le cours des devises dépréciées.

Seule, l'adoption d'une unité de compte internationale ne peut avoir aucune influence sur le cours des changes. Elle ne ferait qu'engendrer un intermédiaire de plus. Une devise dépréciée par rapport au dollar continuerait d'accuser la même dépréciation par rapport à toute unité de compte internationale. Les projets comme celui de M. Nogaro, ou celui portant création du besant-banco, très différents l'un de l'autre, mais qui ont tous les deux en vue la stabilisation des changes, ne doivent pas nous illusionner. Ce n'est pas en l'adoption d'une unité de compte que ces auteurs espèrent, ce n'est pas d'elle qu'ils tirent leur confiance, c'est de l'organisation de crédit qui l'accompagne. Le premier, d'une part, propose une émission considérable de billets internationaux à remettre *gratuitement* aux pays ruinés d'Europe ; le second veut offrir à ces mêmes pays, par voie de crédit, des moyens de règlement en Amérique. L'adoption d'une comptabilité unique dans tous les pays du monde est pour bien peu de choses dans la réussite de ces projets. Il suffit pour s'en convaincre de voir que la stabilisation des changes

aurait pu tout aussi bien avoir lieu, si l'on s'était borné à l'organisation de crédits internationaux, sans prendre la peine de créer une unité internationale de compte. Que l'on remette aux pays d'Europe centrale des dollars au lieu de leur remettre des marks-or, cela n'a aucune espèce d'importance. L'expérience des années de guerre le prouve très nettement. On peut très facilement stabiliser le change d'un pays donné, à la condition de lui avancer tous les moyens de paiement qui lui sont nécessaires pour équilibrer la balance de ses comptes avec l'étranger. Mais hors de là point de salut. Une unité de compte internationale bénéficierait de la même prime que le dollar, vis-à-vis des monnaies européennes dépréciées.

Les projets de la seconde catégorie paraissent plus simples. Ils prétendent arriver à un résultat, sans qu'il soit besoin de procéder à une consolidation des anciennes dettes. Ils semblent bien prétendre *a priori* que la seule adoption d'une unité de compte internationale serait un gros avantage. Même sans aucune opération de crédit, le simple retour des états européens à l'étalon international arriverait à faire disparaître les inconvénients du marché des changes.

1° On espérait que les commerçants achetant et vendant en utilisant une unité de compte or, ne seraient plus soumis aux risques dus à l'instabilité des prix.

2° On espérait que les pays à change déprécié, ne livrant plus leurs produits en monnaie intérieure, ne les livreraient plus à des prix inférieurs, et bien au contraire pourraient les vendre au même prix que ceux originaires des autres pays.

Nous croyons que ce second espoir est tout à fait vain.

Peut-être un institut de troc peut être fondé pour assurer les relations commerciales avec l'étranger d'un pays dont la monnaie ne serait pas cotée sur le marché des changes, et qui ne peut donc pas faire autrement de commerce avec les autres nations. Nous avons vu par exemple qu'un institut de ce genre avait été fondé à Stockholm en 1919 pour faciliter la reprise du commerce intérieur russe.

Mais nous croyons très difficile d'assigner à un institut de troc un rôle plus important. Il ne faut pas notamment espérer qu'il pourrait co-exister avec un marché des changes déjà organisé, et que les pays à change déprécié pourraient y vendre leurs marchandises à d'autres prix plus favorables.

Si un semblable « barter-institute » était créé, il y aurait pour les étrangers deux façons de se procurer les marchandises des pays à change déprécié, par exemple les marchandises allemandes.

1° Soit s'adresser des commandes au barter-institute.

2° Soit s'acheter des marks sur le marché des changes, et se procurer les produits allemands aux prix intérieurs.

La question se pose alors de savoir si ce marché pourrait vivre et si les prix auxquels seraient échangées les marchandises allemandes sur ce marché seraient égaux à ceux des marchandises identiques venant des autres pays. Nous avons dit ce qu'il fallait penser de cet espoir :

1° Si le prix des marchandises livrées sur le barter-institute est différent des prix auxquels on peut se les procurer en les achetant sur les marchés intérieurs, on peut croire que bientôt le barter-institute sera déserté par tous les acheteurs étrangers.

2° Mais les exportateurs allemands n'auront même pas la tentation de majorer leurs prix parce qu'ils les formuleront en monnaie or. Le bénéfice qu'ils font en vendant leurs produits aux prix intérieurs leur suffit, car leur prix de revient est établi en marks papier. Le supplément de bénéfices qu'ils feraient en vendant aux prix internationaux est donc inattendu, et il est probable qu'ils préféreront s'en priver, dans l'espoir d'atteindre, grâce à leur bas prix, une nombreuse clientèle qu'ils n'auraient pu toucher dans l'autre cas, et de pouvoir éliminer la concurrence des commerçants des autres pays pour une période, peut-être même définitivement.

Ainsi donc l'institution d'une monnaie de compte internationale perdrait sa principale utilité. Elle ne permettrait pas de corriger les inconvénients résultant du fait que certaines devises sont cotées sur le marché des changes au-dessous de la parité de pouvoir d'achat. Sur le marché spécial ainsi créé, les produits des pays à change déprécié continueraient d'être livrés à des prix bien inférieurs à ceux des mêmes produits originaires des pays à change apprécié.

Mais nous lui reconnaitrons quand même quelques mérites :

L'adoption d'une unité internationale de compte pourrait protéger le commerçant contre tous les risques résultant de l'instabilité des cours des changes. Nous avons vu que celui-ci n'est pas protégé contre un mouvement de ces cours entre le moment où il conclut un marché et celui où ce marché arrive à échéance. S'il se sert pour fixer ses prix de l'unité or, aucun mouvement de change ne pourra le surprendre. La difficulté consiste à maintenir la nouvelle monnaie au pair avec l'or.

Il nous semble donc bien qu'en définitive les projets de monnaie de compte internationale sont de deux sortes :

1° Ceux qui cherchent une stabilisation des changes européens, et ceux-là prévoient que la création d'une monnaie de compte internationale serait accompagnée d'une organisation de crédits internationaux.

2° Ceux qui cherchent à rendre à l'Europe une monnaie stable, absolument indépendante de la précédente.

Il nous semble intéressant de chercher quel rôle joue dans tous ces projets la création de la monnaie de compte internationale. Est-elle indispensable, ou bien n'est-elle qu'un prétexte ou un masque ?

Ne pourrait-on pas sans elle chercher l'un ou l'autre de ces deux résultats.

CHAPITRE PREMIER

QUELS MOYENS EMPLOYER EN VUE DE LA STABILISATION DES CHANGES EUROPÉENS

Tous les auteurs qui nous ont présenté des projets de monnaie de compte internationale l'ont implicitement ou même textuellement avoué : la seule adoption d'une monnaie internationale ne suffirait pas à stabiliser les changes européens, et ne pourrait en rien ramener les devises de notre vieux continent à la nouvelle parité de pouvoir d'achat. Tout établissement de crédit qui tenterait d'arriver à un pareil résultat, ne l'atteindrait qu'à la condition de posséder une énorme quantité de moyens de règlement acceptés dans les pays à change apprécié.

C'est donc parce qu'elle serait liée à une organisation très large de crédits internationaux qu'une monnaie de compte internationale pourrait stabiliser et améliorer le cours des devises européennes.

Mais ne pourrait-on pas y arriver sans créer une monnaie de compte internationale ? Nous allons à ce sujet, laisser parler les événements des deux dernières années. Il y a des États, comme l'Allemagne, dont la devise reste instable, et continue d'être cotée très au-dessous de la parité de pouvoir d'achat. Mais il y en a d'autres, comme la France, dont la

monnaie tend à prendre sur le marché des changes une stabilité croissante et touche à la parité.

Ces Etats sont arrivés à ce résultat sans faire appel au système que nous étudions. On n'a pas créé de monnaie de compte internationale. Pour réussir donc, il n'est pas besoin de celle-ci. Le succès dépend non pas d'une réforme unique mais bien d'une série d'efforts à la fois nationaux et internationaux. Nous croyons qu'un pays peut rétablir l'équilibre de la balance de ses comptes avec l'étranger, grâce à un appel au crédit, mais il n'obtiendra les avances de fonds dont il a besoin que s'il s'est lui-même décidé à assainir un peu ses finances et sa monnaie.

Nous pensons à peu près sur ce sujet ce qu'en pensa la conférence de Bruxelles.

Celle-ci nous semble avoir été la revanche de l'économie classique contre toutes les audaces qui marquèrent la politique économique des états atteints par la guerre. Les résolutions votées à Bruxelles sont semblables aux bons conseils donnés à un malade par un médecin qui ne croirait plus à la médecine : Eviter tout excès, et toute tentative audacieuse de guérison par des procédés savants, replacer le malade dans des conditions d'hygiène normales. A Bruxelles on se montra septique et sévère à l'égard de tout projet imaginant quelque innovation. On y condamna très haut la politique d'inflation. On préconisa la fin de toute taxation des changes. On émit des souhaits en faveur du libéralisme commercial. La formule des « crédits de finition » y fut modifiée et rendue acceptable. Pour les crédits internationaux, on adopta le plan Ter Meulen, parce que c'est lui qui se rapproche le plus du système déjà existant de crédits internationaux, et

parce qu'il se borne à fournir quelques garanties de plus nécessitées par la situation des changes.

Cette timidité de la conférence de Bruxelles était inévitable, Sa constitution même l'y obligeait. Formée d'experts ne pouvant prendre aucune décision, elle devait n'être qu'une réunion académique. Groupant des économistes venus de pays très divers, et dont les intérêts étaient souvent contraires, elle voulut cependant arriver à faire voter à l'unanimité les résolutions adoptées. On se borna donc à des conseils très sûrs, mais pas très originaux. On remit en lumière des règles de politique économique très vieilles, et reconnues comme exactes depuis longtemps.

Ce n'était pourtant pas des vérités inspirées par M. de La Palisse. En effet, si banales que soient les résolutions votées à Bruxelles, elles s'opposaient à toute la politique économique qu'avaient pratiquée les Etats belligérants ; et ajoutons que malgré leur évidence, elles ne furent pas respectées par tous les Etats.

Mais l'expérience a confirmé la sagesse des principes posés à Bruxelles. Les Etats qui, depuis, ont accepté et appliqué ces principes, se sont débarrassés du plus grand défaut attribué au marché des changes : la dépréciation de leur monnaie sur le marché des changes n'est plus supérieure à sa dépréciation intérieure. La France en est un vivant exemple. Elle s'est conformée aux principes posés à Bruxelles, elle a cessé toute inflation, son gouvernement a établi un budget annuel, elle est revenue à la liberté commerciale, elle a abandonné toute tentative de taxation du cours des changes. Sans doute sa situation financière n'est pas devenue du jour au lendemain très brillante. Mais cepen-

dant nous avons évité le plus grand des maux dont souffre l'Allemagne à l'heure actuelle : nous ne perdons plus au change. La perte du franc sur le marché des devises n'est plus supérieure à sa dépréciation sur le marché intérieur.

L'Allemagne, l'Autriche, la Pologne n'ont pas suivi les conseils que la conférence de Bruxelles a donnés à l'Europe. La situation monétaire a empiré depuis la date de cette conférence. Elles continuent de perdre au change considérablement.

Il faudrait arriver à une stabilité absolue des changes, mais cela, ni la France, ni aucun pays d'Europe ne l'a encore obtenu.

Pour y arriver il faudrait que l'équilibre de la balance des comptes de l'Europe soit rétabli, et l'on n'est pas encore près de ce rétablissement. L'augmentation des exportations, la réduction des importations, l'équilibre en un mot de la balance du commerce ne suffirait pas, car la dette à court terme de l'Europe vis-à-vis de l'Amérique est encore trop élevée. Il faut commencer par la consolider.

A Bruxelles, on n'osa pas parler de la nécessité d'un emprunt international de consolidation. Et ici, disons bien que la timidité de la conférence était due à une étude sérieuse de la situation. En octobre 1920, aucun emprunt international de consolidation n'était possible.

Les Etats européens ne pouvaient pas emprunter en leur monnaie. Nous nous sommes déjà assez expliqués à ce sujet. Comment les Allemands aujourd'hui pourraient-ils trouver des étrangers consentant à acheter des titres d'un emprunt à long terme énoncés en marks ? Personne ne répondrait à un pareil appel de crainte qu'une nouvelle émission deb illets

ne fasse encore baisser la valeur du mark. Ce que nous disons du mark ou de la couronne aujourd'hui, on aurait pu le dire de toute monnaie européenne lors de la Conférence de Bruxelles. En octobre 1920 l'inflation continuait de sévir dans tous les Etats d'Europe.

Etait-il plus facile à ces Etats d'emprunter en monnaies étrangères stables ? Non, ce n'était guère plus facile, car les capitalistes des pays à monnaie saine ne trouvaient pas que cela puisse beaucoup accroître leur sécurité. A Bruxelles, M. Ter Meulen a expliqué pourquoi : tant que les changes, en effet, ne sont pas à la parité de pouvoir d'achat, tant que certains pays continuent de perdre au change, ils éprouvent de la peine à se procurer la monnaie d'or nécessaire aux règlements extérieurs qu'ils ont à effectuer. Les capitalistes qui leur ont avancé des sommes énoncées en monnaie saine peuvent fort bien se heurter à une impossibilité, le jour où ils exigeraient leur remboursement.

En 1920 donc, un grand emprunt de liquidation n'était pas possible. Les capitalistes des pays à monnaie saine n'auraient pas souscrit à cet emprunt sans quelque inquiétude. On se trouvait alors dans un étrange cercle vicieux : les pays d'Europe Centrale perdaient au change parce que leur balance n'était point équilibrée, et l'opération de crédit nécessaire pour équilibrer cette balance des comptes n'était pas possible, à cause de leur trop forte perte au change. C'est pourquoi à Bruxelles, on ne traita pas la question des crédits à long terme.

La Commission qui s'occupa des crédits internationaux ne se préoccupa pas de l'opération de consolidation des dettes internationales. Elle ne s'inquiéta que d'organiser un sys-

tème de crédit à court terme, et l'on sait que ce fut le plan Ter Meulen qui fut adopté.

La situation est aujourd'hui changée : il y a des pays dont la situation monétaire s'est grandement améliorée depuis 1920 : la France en est un exemple assez frappant. L'histoire de son change depuis trois ans nous montre qu'un Etat peut agir de telle façon que sur le marché des changes sa devise soit cotée à un cours déterminé par son pouvoir d'achat intérieur. On peut arriver à donner au franc un cours tel qu'avec un certain nombre de francs, une fois transformés en dollars sur le marché des changes, on puisse se procurer à New-York la même quantité de marchandises qu'à Paris. L'exemple du franc en prouve la possibilité (1).

Mais si l'on est arrivé à ramener à la parité le franc, l'on n'est pas arrivé à lui donner la stabilité désirée. Nous croyons que l'on pourrait y arriver, mais en suivant tout un processus assez long, et en adoptant toute une suite de mesures qui sont conditionnées les unes par les autres.

On arrivera à rétablir la stabilité des changes en rétablissant l'équilibre de la balance des comptes. Toute politique

1. M. Decamps dans son ouvrage sur : *Les changes étrangers pendant la guerre* donne même un tableau (p. 370) d'où il ressortirait qu'avant le milieu de 1921, le franc serait coté sur le marché des changes à un cours supérieur à celui qui devrait lui conférer son pouvoir d'achat intérieur. Nous avons vu que nos calculs faits d'après les prix de gros publiés par la France par le *Bulletin de la statistique générale de la France*, pour l'Angleterre par le *Statist*, pour l'Amérique, par le *Bureau of Labor Statistics* ne nous donne point les mêmes chiffres. Pour mars 1922, les changes seraient à la parité à 11 fr. 20 pour \$ 1, et 45 fr. 17 pour £ 1.

stabilisatrice est donc basée sur l'existence d'une grosse réserve de change. Mais pour qu'un pays se constitue cette réserve, sous forme d'un portefeuille de traites sur l'étranger, il faut qu'il exporte beaucoup, ou bien qu'un emprunt placé à l'étranger lui fournisse les fonds nécessaires. Aujourd'hui, les Etats européens ne peuvent se constituer cette réserve de change qu'en empruntant. Mais pour emprunter, il faut inspirer confiance, et les Etats européens n'inspireront confiance que lorsque leurs devises seront revenues sur le marché des changes à la parité de pouvoir d'achat.

C'est par ce dernier point que l'on doit commencer, car il est la condition de tous les autres : il faut avant tout ramener les changes de la parité. Et disons que pour y réussir il y a deux mesures nécessaires :

1° La fin de toute inflation d'abord.

2° La fin de toute politique tendant à maintenir très bas le coût de la vie dans les pays à change déprécié.

La fin de toute inflation d'abord. Nous avons déjà vu que c'était la crainte de l'inflation nouvelle qui faisait tomber une monnaie sur le marché des changes au-dessous de la parité de pouvoir d'achat. Les spéculateurs qui achètent cette monnaie sur le marché des changes, ne cherchent pas à savoir quel est son pouvoir d'achat actuel, mais bien quelle sera sa valeur ultérieure. S'ils craignent une nouvelle inflation, il l'accepteront seulement à un cours bien inférieur à la parité.

On craint d'une façon générale qu'une nouvelle inflation, au moyen des marks allemands se produise en Allemagne : le mark perd au change,

Au contraire la France a proclamé dès 1920 sa volonté de renoncer à toute politique d'inflation. Elle a aujourd'hui des budgets équilibrés, elle ne fait plus appel à la « planche aux assignats ». Le franc ne perd plus au change.

Ce double exemple nous semble très probant. Nous pourrions citer aussi celui de l'Autriche ou de n'importe quel Etat européen.

La seconde condition c'est la fin de toute mesure législative tendant à réduire le prix de la vie dans les pays à change déprécié. Quand nous cherchons à voir aujourd'hui pourquoi les prix inférieurs de l'Allemagne se sont élevés dans une proportion beaucoup moins grande que les prix des devises, nous constatons que d'abord les prix des devises étrangères se sont élevés beaucoup plus que les prix de gros des marchandises allemandes, mais d'autre part que ces prix de gros se sont élevés beaucoup plus que les prix de détail ou les salaires.

C'est que l'Etat allemand a toujours cherché à stabiliser le coût de la vie en Allemagne. Il l'a fait par plusieurs moyens. Les loyers sont taxés. Le pain fut pendant longtemps fourni aux Allemands par l'Etat, à des prix inférieurs à ce qu'il lui coûtait (1), le prix des transports est taxé à un prix minime qui cause un déficit permanent à l'Etat qui les exploite. Il y a dans cette politique de stabilisation du

1. La politique stabilisatrice du prix du pain, la *Getreidebevirtschaftung* a pris fin en juin 1921, mais même depuis cette date l'Etat allemand poursuit sa politique de baisse du coût de la vie. Il y a encore des services, sinon des marchandises, que l'Etat allemand fournit à perte aux consommateurs, et notamment le transport des marchandises par voie ferrée. Le déficit des chemins de fer allemands est encore de plusieurs milliards de marks en 1921.

prix de la vie un double défaut : elle ralentit la réadaptation des prix intérieurs et de plus, causant à l'Etat un déficit budgétaire, elle provoque l'inflation.

Il importe que cette politique cesse, c'est grâce à elle que l'industrie allemande peut payer des salaires ridiculement bas et travailler avec un prix de revient beaucoup plus faible, ce qui lui permet de vendre moins cher que ses concurrents des autres pays.

Nous croyons que le jour où les spéculateurs n'auraient plus à craindre une dépréciation ultérieure d'une monnaie, ils accepteraient de l'acheter sur le marché des changes à un cours dépendant de son pouvoir d'achat actuel. Nous croyons que ce jour-là un Etat pourrait faire appel au crédit pour rétablir l'équilibre de la balance de ses comptes.

Que l'on ne nous objecte pas que certains Etats ne pourront jamais en aucune façon arriver à ce rétablissement, parce qu'ils ont une dette extérieure trop élevée. L'Allemagne déclare que c'est la dette que lui a imposée le traité de Versailles qui empêche le rétablissement de son change. Sans doute l'achat de marks-or à verser aux alliés lui crée des difficultés. Nous croyons cependant que si l'état de ses finances intérieures inspirait confiance elle pourrait trouver à l'étranger les sommes nécessaires, soit auprès de capitalistes qui les lui prêteraient à long terme, soit auprès de spéculateurs qui les lui offriraient, acceptant en échange des marks-papier.

En fait, les « crédits de spéculation » dont nous avons déjà beaucoup parlé ont eu une heureuse influence sur le cours des changes. Ils avaient des défauts. Mais ils nous ont permis d'équilibrer notre balance des comptes en un moment où

toute autre forme de crédit nous faisait défaut. Ils ont permis à notre franc de se maintenir autour de la parité de pouvoir d'achat. Maintenant que cela est obtenu, il convient de chercher à stabiliser le franc.

Dans ce but, la deuxième condition à obtenir, c'est la consolidation de la dette extérieure à court terme.

Nous n'avons pas à préciser comment pourrait avoir lieu cette consolidation. Elle se ferait par l'émission d'un ou de plusieurs emprunts extérieurs à long terme, dont, soit le gouvernement des pays débiteurs, soit des villes, soit des organisations industrielles, prendraient l'initiative. Elle pourrait même se faire par d'autres procédés. Voyons un peu comment dès aujourd'hui cette consolidation commence à se faire pour notre pays :

La dette à court terme de la France (et nous entendons par là, la dette commerciale à court terme, les « crédits de spéculation ») s'est élevée en 1920 à 15 milliards. Aujourd'hui elle a considérablement diminué. En mars 1922, si l'Etat français estime qu'elle est encore de 11 milliards, M. Decamps qui s'est particulièrement occupé de cette question, estime que cette dette ne dépasse plus de beaucoup 8 ou 9 milliards.

Ce n'est cependant pas en exportant que nous avons pu nous libérer d'une partie de ces dettes. Nous croyons que celles-ci ne se sont pas éteintes, mais qu'elles ont été consolidées, soit que nous ayons placé des emprunts dans les pays créanciers, et que les dollars ou les livres ainsi acquis aient été vendus pour des francs sur le marché, soit que les détenteurs Américains de crédits en banque aient eux-mêmes transformé ceux-ci en achetant des valeurs françaises. Depuis deux

ans les américains consentent bien mieux à se procurer des valeurs émises par nos sociétés par actions, soit même des titres de rente sur l'Etat français (1).

Le jour où cette dette serait consolidée, on pourrait mener à bonne fin une tentative de stabilisation du franc français. Le jour où la même chose serait arrivée aux autres Etats européens, chacun d'eux lui aussi pourrait stabiliser sa devise.

Mais alors s'élèveraient de graves discussions. La guerre commencerait entre partisans de la déflation et partisans d'une « dévaluation ». Nous croyons que de semblables discussions ne gêneraient pas beaucoup les Etats d'Europe centrale, ni la Grande-Bretagne, ni les neutres. La Grande-Bretagne, les Pays-Bas, la Suède et la Norvège chercheraient et cherchent déjà à coup sûr le retour aux anciens pairs métalliques d'avant 1914. Au contraire, ni le mark, ni la couronne ne seraient ramenés à leur ancien taux. Déjà l'Allemagne a montré par une série de mesures préliminaires son désir de ne pas chercher à rendre à son mark sa valeur de 1914 : depuis le 8 mai 1921, la Reichsbank n'est plus soumise à la règle d'après laquelle son encaisse devrait être au moins égale au tiers de son émission de billets. De plus, la Reichsbank est autorisée à acheter l'or à son cours commercial. Cela montre bien que l'Allemagne ne cherche pas à ramener son mark au pair.

1. D'après M. Decamps, c'est même à ces achats que l'on doit attribuer la hausse en bourse de notre 3 % pendant les deux mois de février et de mars 1922. Ces titres, à l'abri de toute conversion, auraient été tout spécialement l'objet des demandes des spéculateurs étrangers.

Nous croyons que c'est pour la France que le problème se posera avec le plus d'acuité. Doit-on stabiliser le franc à sa valeur actuelle ou chercher à lui rendre celle qu'il avait en 1914 ? Nous avons dit dans notre première partie ce que nous pensions de la déflation. Ce serait une mesure pénible et sans avantage au point de vue économique. Elle ne contribuerait certainement pas à affermir le crédit de la France. Elle ne se défend plus qu'avec des arguments purement sentimentaux.

Nous la rejetons comme inutile et dangereuse.

Reste une autre hypothèse : celle de la stabilisation du franc au cours actuel. Nous croyons que c'est la méthode à adopter, dès que notre balance des comptes sera équilibrée, et consolidée notre dette extérieure à court terme.

On pourra la réaliser par plusieurs méthodes. La plus simple sera de fixer un cours légal d'échange entre le franc et l'or. Ainsi les changes ne pourraient plus évoluer qu'entre les frontières tracées par les gold-points. Nous serions ainsi revenus au système du Gold Exchange Standard.

L'autre moyen serait plus commode parce qu'il n'entraînerait pas de taxation légale et définitive du franc or par rapport au franc papier. Il consisterait à permettre la constitution, entre les mains d'une grande banque, d'une réserve de change considérable. Celle-ci livrerait ce change à qui lui en ferait la demande au cours qu'elle-même aurait fixé.

Il n'y aurait pas au fond, beaucoup de différence entre les deux systèmes. Que l'on permette au grand institut gardant la réserve des changes (et ce grand institut serait sans doute dans chaque pays la banque d'émission) de livrer au prix qu'il souhaite des traites sur l'étranger, ou qu'on le laisse exporter librement l'or qu'il possède, la différence au fond

est minime. Le second système nous semble même devoir être plus souple et plus commode au début, et cela pour plusieurs raisons ; d'abord parce qu'il pourrait être établi sans intervention étatiste, ensuite parce qu'il permettrait tout de même à l'institut stabilisateur de faire varier les cours du change et de vendre plus cher ses traites sur l'étranger, le jour où la demande en serait trop forte. Ainsi l'institut stabilisateur pourrait plus facilement agir sur le mouvement commercial, que si le cours auquel il livre l'or était fixé légalement.

Mais quel que soit le procédé, on arriverait quand même au résultat désiré : la stabilisation des cours des changes.

Nous croyons donc celle-ci possible, à condition qu'elle soit précédée de deux mesures préliminaires nécessaires : le retour des changes à la parité, la consolidation de la dette extérieure à court terme. Il n'est nullement besoin pour cela d'une monnaie de compte internationale.

CHAPITRE II

COMMENT REVENIR A L'ETALON-OR ?

Nous venons de voir dans le chapitre précédent une des voies, la plus sûre, que les Etats pourraient suivre pour revenir à l'étalon-or : rendre à leur monnaie intérieure une base or, en établissant entre elle et l'or un taux fixe d'échange. La dévaluation de la monnaie actuelle la rendant remboursable en une quantité d'or déterminée, on doit dire que l'or aurait retrouvé par ce moyen son rôle d'étalon, même pour les transactions intérieures.

Mais si cette voie est la plus sûre, elle est aussi la plus longue. La dévaluation par laquelle on arrive à stabiliser le cours de l'ancienne monnaie n'est possible qu'après la fin de l'inflation et après consolidation de la dette extérieure à court terme. C'est difficile à réaliser.

On comprend très bien que les auteurs aient songé à un autre système qui consisterait à rendre aussi aux pays à monnaie de papier, l'étalon-or, en créant chez lui une autre monnaie, mais *absolument indépendante de l'ancienne*. La nouvelle monnaie serait basée sur l'or et maintenue au pair avec le dollar. L'ancienne monnaie continuerait de varier par rapport à la nouvelle, comme par le passé. Elle ne serait en rien stabilisée. La réforme serait moins complète, mais

plus rapide. Elle présenterait l'avantage de pouvoir être tentée immédiatement.

Tel nous paraît être le but des projets que nous avons étudiés en dernier lieu : ceux de M. Vissering par exemple, ou de M. Vanderlip. Nous avons considéré que ces projets comportaient l'adoption d'une monnaie de compte internationale, parce que c'est ainsi qu'ils avaient été présentés par leurs auteurs. Remarquons bien maintenant qu'ils ne méritent pas tout à fait ce titre. Ils se bornent à préconiser le retour des pays européens à l'étalon international, et au fond restent indifférents à l'unité de compte choisie. M. Vanderlip n'a jamais dit que la nouvelle unité européenne devait être le dollar, il serait parfaitement concevable que ce soit le franc-or, ou la livre-or, ou le mark-or. M. Vissering n'a parlé de la couronne-or, que parce qu'il songeait à l'Autriche en expliquant son projet. Il admettrait parfaitement que les autres pays adoptant son système choisissent chacun une unité différente pourvu qu'elle soit étalonnée sur l'or.

Il s'agit donc bien dans ces limites, de l'aveu même de leurs auteurs, d'un retour à l'étalon international, et non pas de l'adoption d'une unité de compte commune à tous les peuples. Celle-ci n'apporterait aucune facilité de plus au succès du plan préconisé.

Ainsi donc, ce qui caractérise à nos yeux ces systèmes, c'est que créant une unité de compte basée sur l'or dans les pays européens, ils ne fixent pas de cours d'échange entre l'ancienne et la nouvelle monnaie. Telle est l'essence de ce second système.

Est-il vraiment très différent du premier ? Non, il est un peu moins ambitieux, mais il est plus facile. D'ailleurs il ne

rejette pas absolument la fixation légale d'un cours d'échange entre la nouvelle et l'ancienne monnaie, il ne s'oppose pas à la stabilisation de celle-ci, qui n'est pas possible aujourd'hui, mais qui le deviendra. Pourquoi attendre qu'elle soit possible, pour rendre aux pays à échange déprécié une monnaie d'or. On peut parfaitement créer tout de suite la nouvelle unité-or, tout en la laissant absolument indépendante pendant un temps plus ou moins long, de l'actuelle unité de papier.

On peut objecter qu'une pareille réforme n'aurait aujourd'hui aucune espèce d'intérêt puisqu'elle n'aurait pas d'influence sur les cours de cette dernière :

Il pourrait quand même y avoir quelque intérêt à tenter la réforme, et nous l'avons vu déjà en expliquant le but de M. Vissering.

Tout d'abord cela permettrait aux commerçants de se protéger contre l'instabilité des cours des changes ; peu leur importerait que leur ancienne devise nationale voit son cours s'améliorer ou empirer, la traite qu'ils auraient tirée sur leurs acheteurs étrangers ne pourrait plus changer de valeur, si au lieu de la libeller en monnaie intérieure de papier, ils énonçaient le montant de sa valeur en une nouvelle monnaie d'or.

Mais il y aurait un autre avantage, sinon important, du moins intéressant. La nouvelle monnaie serait peu à peu utilisée, même dans les transactions intérieures. Toute chose, même à l'intérieur, pourrait avoir deux prix nettement différents : un prix fixé en monnaie de papier, un autre en monnaie d'or. On pourrait facilement calculer la prime de l'or sur le papier, beaucoup plus sûrement qu'en calculant d'après

l'instable cours du change. Nous croyons qu'il serait avantageux pour un pays d'avoir une monnaie d'or utilisable dans les transactions intérieures, et indépendante des fluctuations dues à l'inflation et à la déflation. De même que les commerçants du moyen âge ont cherché à se protéger contre les mutations monétaires en créant les monnaies de foire ou les monnaies de banque, ainsi il importe que l'on possède une unité stable, même à l'intérieur de chaque Etat. L'instabilité du franc en face des marchandises intérieures ne peut en aucune façon être comparée à son instabilité sur le marché des changes, car tout de même les mouvements de la valeur intérieure du franc sont plus lents et moins contradictoires, mais ils ne sont pas sans créer quelque gêne. Nous avons vu que l'inflation ruine les créanciers, et la déflation les débiteurs. Cela nous est particulièrement sensible si nous prenons l'exemple de l'Allemagne où le mark a perdu en six mois à peu près la moitié de son pouvoir d'achat antérieur. Les créanciers, à qui leurs débiteurs ont remboursé en novembre 1921 une somme empruntée en mars, ont reçu en paiement un pouvoir d'achat deux fois moindre que celui qu'ils avaient avancé. M. Bokanowski a montré dans sa brochure déjà citée que l'inflation provoquait la défiance des détenteurs de capitaux, et pouvait donc amener une hausse du taux de l'intérêt. Il est donc intéressant, croyons-nous, qu'un Etat possède, même pour ses transactions intérieures, une monnaie stable. On peut croire que si, à l'intérieur d'un pays, deux systèmes monétaires coexistaient, l'unité de compte qui serait la plus stable finirait par être la plus utilisée. Ce serait tout de même là un petit pas de fait vers la réintroduction absolue de l'étalon-or dans tout le pays.

Qu'il nous suffise seulement de constater que pour les Etats qui ne peuvent encore pas stabiliser leur change, il peut y avoir quelque intérêt à introduire dans leur comptabilité une unité de compte basée sur l'or, nouvelle et indépendante de la monnaie de papier.

Mais il nous semble que pour réussir une pareille réforme certaines conditions doivent d'abord être réalisées. Il nous semble qu'il serait difficile de tenter une pareille expérience tant que l'or continuera à n'être pas exportable. Si l'on veut dans un pays établir une nouvelle unité de compte, comment pourra-t-on la maintenir à égalité de valeur avec l'or, si elle n'est pas représentée dans la circulation par de l'or ou par des titres de crédit remboursables en or ? Comment une pareille unité de compte se maintiendrait-elle au pair avec le dollar, si l'or n'est pas exportable ? Cela nous semble difficile, mais tout de même pas impossible.

M. Vissering avait trouvé la clé de ce délicat problème en imaginant un système où l'unité-or serait employée seulement sur un très petit marché, où sans cesse la balance des comptes serait équilibrée. Si l'on veut utiliser l'étalon-or, il faut que la balance des comptes soit en permanence équilibrée ou bien que la nouvelle unité de compte ne soit utilisée comme moyen d'estimation que dans un institut de troc comme celui qu'a prévu M. Vissering. Il nous semble impossible, sans cela, que la nouvelle unité se maintienne au pair avec celles des pays qui exportent l'or librement.

Ceci nous semble particulièrement prouvé par l'histoire de tous les pays qui, depuis trois ans, ont cherché à revenir à l'étalon-or. Ces pays sont naturellement ceux dont la mon-

naie aujourd'hui en usage n'a aucune stabilité, et c'est dans l'Europe centrale et orientale que nous pouvons les trouver.

En fait, il y a eu des projets, mais aucun d'entre eux n'a été pleinement réalisé.

Il y a eu, c'est vrai, des États qui ont avoué la prime de l'or sur le papier-monnaie ; ces aveux officiels ont revêtu des formes diverses. L'Italie ou la Pologne exigeant le paiement des droits de douane en or, ont établi officiellement un cours entre l'or et le papier. L'Allemagne laisse sa banque d'émission acheter de l'or, non pas au prix de la taxe légale, mais aux prix pratiqués sur le libre marché international. Nous croyons qu'aucune de ces mesures ne peut être considérée comme une tentative sérieuse pour vulgariser l'emploi d'une monnaie d'or. Nous considérons de même que la distinction faite par les Alliés, entre les marks-papier et les marks-or, est une distinction nécessaire, mais sans importance au point de vue du commerce allemand qui n'utilise pas le mark-or. L'Allemagne continue d'acheter sur le marché des changes ces marks-or avec des marks-papier. Ce sont des dollars qu'elle achète ainsi, et elle subit dans cette opération tous les inconvénients résultant de la perte au change du mark.

En dehors de cela il n'y a rien eu que des projets qui n'ont pas encore été réalisés.

La Lettonie avait songé à revenir à l'étalon-or. En 1921 ce petit pays chercha à adopter le franc-or comme monnaie. Mais il dut peu à peu comprendre que cette réforme n'était pas possible car sa balance des comptes reste assez largement déficitaire. Les statistiques indiquant le mouvement de son commerce extérieur le prouvent très nettement. Il avait pensé combler ce déficit par un emprunt sur les places

de Londres et de Paris, mais cet emprunt ne fut pas émis.

La Russie, aussi, cherche à revenir à l'étalon-or. C'est d'autant plus curieux que Lénine avait déclaré jadis que le meilleur moyen de détruire le capitalisme était de corrompre la circulation monétaire. La Russie a peut-être compris aujourd'hui que cette pêche en eau trouble ne pouvait durer, et que si elle voulait se relever, elle devait commencer par restaurer son système monétaire. Elle cherche aujourd'hui à utiliser de nouveau la rouble-or. La « Banque russe pour le commerce extérieur » vient de se fonder avec un capital de 25 millions de roubles-or. Les statistiques indiquant le commerce extérieur de la Russie sont dressées sur la base du rouble-or, de même les salaires sont fixés en roubles-or. Mais tout ceci ne doit pas nous illusionner. Les salaires ne sont pas payés en or, ils sont payés partie en nature, partie en bons du Trésor (1). Ne croyons pas non plus que la Russie puisse très longtemps utiliser l'or comme étalon de son commerce extérieur. Elle est bien obligée d'utiliser une autre monnaie que sa monnaie nationale lorsqu'elle fait du commerce avec l'étranger. Le rouble-papier n'est plus coté, en effet, sur aucune place de change. Mais la Russie, en fait achète et vend, dans la monnaie du pays vendeur ou acquéreur. Avec un commerçant anglais elle compte en livres, avec un Allemand en marks (2).

1. Voir *Bulletin quotidien de la Société d'études et d'informations économiques* des 8 et 11 mars 1922.

2. C'est en marks, notamment, que la Russie emprunte à l'Allemagne. Les journaux nous apprennent qu'un accord a été signé en décembre entre l'office soviétique du commerce extérieur et la Deutsch Osteuropäische Kreditbank. En vertu de cet accord, la banque allemande offre à l'office russe l'ouverture d'un crédit de 200 millions

Il est vrai que depuis un an elle a exporté beaucoup d'or, et cela a permis à son commerce extérieur de se développer l'année dernière. En fait, on doit se demander si les réserves d'or ne sont pas près de s'épuiser. Toujours est-il que le mouvement commercial de la Russie a grandement diminué depuis les premiers mois de 1922 ce qui laisse donc supposer que la réserve d'or est bien près d'être épuisée. Le rétablissement d'une unité de compte-or serait donc éphémère (1).

Il y a encore un autre état à qui l'on voudrait rendre l'étalon-or et c'est la Société des Nations elle-même qui semble vouloir se charger de faire réussir cette délicate tentative. Pendant l'été dernier, on s'est occupé des moyens de restaurer les finances autrichiennes. Après une enquête à Vienne, menée auprès des chefs de partis et des plus hautes personnalités autrichiennes du monde des affaires, par les experts de la Société des Nations, MM. Avenol, Glücksdadt, et sir D. Drummond Fraser, un plan a été proposé.

On a espéré arriver au rétablissement de l'étalon-or grâce à une étroite collaboration entre l'Autriche et les principales

de marks, pour financer le commerce germano-soviétique. A chaque commande, la Russie doit payer une partie du prix, et pour le surplus doit remettre des bons du Trésor russe. On entrevoit l'accord de deux autres crédits de 300 et de 500 millions de marks. D'autre part le *Times* du 23 février nous annonce que depuis quelque temps le cours du rouble est coté en Allemagne à dates fixes grâce à un arrangement entre différentes banques, ce qui sert surtout pour le transfert d'argent allemand en Russie. Pour escompter du change russe la Reichsbank n'attend plus que la constitution d'un dépôt d'or à Berlin.

1. On trouvera les renseignements nécessaires sur la situation du commerce des soviets dans le même *Bulletin Quotidien* du 14 mars 1922.

nations européennes. D'une part, celles-ci renonçaient pour vingt ans aux privilèges constitués sur les ressources de l'Autriche pour le remboursement des crédits de relèvement et le paiement des réparations. De son côté, l'Autriche devait assainir ses finances, avoir un budget régulier et cesser d'émettre du papier-monnaie.

On créerait en Autriche une nouvelle banque d'émission qui introduirait le franc-or comme nouvelle unité de compte. Un cours d'échange serait fixé (mais on ne dit pas comment, ni sur quelles bases il serait établi) entre la nouvelle monnaie et l'ancienne. La nouvelle banque serait formée à l'aide de capitaux étrangers, et ses statuts la laisseraient indépendante du gouvernement autrichien. On prévoyait même que, la balance des comptes de l'Autriche n'étant pas tout de suite équilibrée (en 1922 l'Autriche continue d'importer deux fois plus qu'elle n'exporte), cela pourrait créer des difficultés à la banque d'émission. Pour parer à ce danger on prévoyait qu'un grand emprunt extérieur serait émis qui fournirait à l'Autriche des réserves de change suffisantes. Nous préférons le projet Vissering, nous croyons qu'il avait mieux étudié la situation. Il ne prévoyait pas la fixation immédiate d'un cours d'échange entre l'ancienne monnaie de papier et la nouvelle monnaie. Nous avons souvent insisté déjà sur le danger que peut avoir cette mesure pour les pays dont la monnaie n'est pas à la parité de pouvoir d'achat sur le marché des changes, ou ceux dont la balance des comptes n'est pas encore équilibrée.

Qu'a-t-on fait pour réaliser le programme tracé dans le rapport de M. Avenol ? Pas grand chose. Il est à remarquer d'ailleurs que les puissances européennes ont plus fait pour la

reconstitution des finances autrichiennes que l'Autriche elle-même. Elles ont renoncé à leurs privilèges sur les biens autrichiens, elles ont accordé des crédits. L'Autriche, au contraire, n'a pas encore un budget équilibré, elle continue de se livrer à l'inflation. Il n'est donc pas possible de fixer de cours entre la nouvelle et l'ancienne monnaie.

Et, dans ces conditions, on n'a même pas cherché à créer en Autriche, une unité de compte-or sans lien avec la monnaie de papier, cela a semblé inutile.

Tout projet de retour à l'étalon-or semble donc momentanément abandonné, comme en Russie soviétique ou en Lettonie.

Nous croyons d'ailleurs que le projet dont nous parlons : adoption d'une unité de compte-or sans lien avec la monnaie de papier, n'a pas gros intérêt. Bien que nous ayons dit tout à l'heure qu'il avait quelques avantages (et nous avons dit lesquels), nous avouons que ceux-ci ne paraissent pas aux pays ruinés assez importants pour légitimer de leur part un gros effort et de grands sacrifices. Aujourd'hui on préfère chercher le moyen de *stabiliser* le cours des monnaies de papier sur le marché des changes.

CONCLUSION

Il est temps de résumer ces discussions touffues. Nous avons présenté séparément les projets qui rejetaient l'étalon-or et ceux qui voulaient le maintenir. Les premiers se heurtent, nous semble-t-il, à un plus grand nombre de difficultés que les seconds, sans que l'on puisse bien voir quels avantages ils présenteraient de plus. La grande cause du mal présent, c'est le déficit de la balance des paiements de l'Europe. On ne voit pas bien quel avantage donnerait, pour lutter contre le mal, le changement du système international de comptabilité. Si l'or est trop cher aujourd'hui pour les pays européens, n'importe quelle monnaie internationale le serait aussi demain, même si elle n'était pas basée sur l'or.

Ainsi donc le rejet de l'étalon-or ne présente aucun avantage particulier. Il ne ferait que déterminer une résistance de plus au projet de monnaie internationale, celle de tous les pays qui sont restés à l'étalon-or. Au point de vue des résultats qu'ils pourraient amener, il n'y a pas à distinguer les projets de monnaie de compte, selon qu'ils veulent ou non rester basés sur l'étalon-or. Il est bien préférable de les classer suivant leur attitude à l'égard des diverses monnaies aujourd'hui employées par chacun des Etats européens.

Il y a des projets qui prétendent fixer un cours entre celles-ci et la monnaie internationale. Nous avons dit ce que nous

en pensions. Une pareille tentative ne pourrait être tentée que par un organisme disposant d'une réserve de change considérable, à remettre aux pays dont la monnaie est dépréciée. Et dans ces projets, la création d'une monnaie internationale ne joue qu'un très petit rôle. N'importe quel organisme bancaire américain pourrait dès aujourd'hui, et sans qu'il soit créé de monnaie nouvelle, arriver au même résultat, à la condition qu'un emprunt contracté en Amérique lui donne une quantité de dollars suffisante pour faire face aux demandes européennes. Le problème à résoudre n'est pas un problème de simple comptabilité, c'est un problème de crédit.

Les Américains sont-ils décidés à nous ouvrir de larges crédits de consolidation à long terme ? Nous avons vu que depuis quelque temps, le marché américain est un peu mieux disposé. Les capitalistes de Nouveau Monde consentent un peu plus facilement à prêter aux Etats européens chez qui l'inflation a cessé, et dont la monnaie oscille déjà autour de la parité de pouvoir d'achat.

Mais ils ne prêtent que peu à la fois, et le grand emprunt de consolidation de l'Europe ne serait pas encore très facile. Nous avons encore en Amérique la triste réputation de gaspiller l'argent qu'on nous offre.

Il ne peut donc pas être encore question d'établir une monnaie de compte internationale ayant un cours déterminé avec les monnaies nationales, ou encore, ce qui revient au même, de créer une monnaie internationale *qui se substituerait* totalement aux différentes monnaies nationales, celles-ci se résignant à disparaître.

Il est donc absolument nécessaire, si l'on crée une monnaie

internationale, qu'on la crée indépendante des monnaies existantes. C'est à ce but que tendent un très grand nombre des projets que nous avons étudiés. Il est intéressant de remarquer que ces projets n'organisaient qu'un retour à l'étalon international. Le projet de M. Vissering ne songeait qu'à l'institution en Autriche de la couronne-or. Il ne visait nullement à établir un billet *international*, c'est-à-dire ayant cours légal dans tous les états. De même le projet de M. Vanderlip ne prévoyait que l'institution d'une monnaie intereuropéenne. Les monnaies émises dans l'un ou l'autre système pourraient donc très facilement tomber au-dessous du pair, lorsqu'on voudrait les échanger contre des dollars. Leur maintien au pair exigerait une balance équilibrée, soit par le mouvement commercial, soit par des ouvertures de crédit.

Que tous les Etats adoptent la même unité de compte, cela n'a aucune importance. Tous les Etats d'Europe peuvent adopter le dollar, en le définissant par le même poids d'or que le dollar d'Amérique, au lieu de rétablir, chacun pour son compte, le franc-or, le mark-or, la couronne-or, peu importe. Le dollar de chaque pays continuerait à osciller entre les gold-points, suivant la situation de la balance des comptes. La même difficulté se présenterait, consistant à maintenir au pair la monnaie de chaque Etat. Il est probable que même allégée du poids des dettes anciennes contractées en monnaie de papier, la balance des comptes des Etats européens resterait déficitaire, ce qui se traduirait par une expatriation du stock d'or, puis une chute de la nouvelle devise bien au-dessous de la parité.

Ainsi donc même si l'on créait dans chaque état une monnaie basée sur l'étalon-or ou sur tout autre étalon interna-

tional, si on la créait indépendante des anciennes monnaies, subsisterait la grosse difficulté de son maintien au pair, malgré le déficit de la balance des comptes des pays européens. Dans ce cas encore, ces pays devraient emprunter pour régler les dettes qu'ils contracteraient à l'étranger. Ou bien, s'ils ne voulaient pas emprunter, on serait réduit à n'utiliser la nouvelle unité de compte que dans un institut de troc, comme celui que proposait M. Vissering. Mais alors le vrai problème serait escamoté. Il n'y aurait que les exportateurs qui disposeraient de monnaie internationale, il n'y aurait rien de changé à la situation actuelle.

Arriverait-on à un résultat meilleur en faisant un effort de plus ; au lieu d'adopter une unité de compte commune tout en laissant chaque Etat organiser pour son compte un établissement émetteur de monnaie, ne pourrait-on pas arriver à un résultat meilleur en rendant lui aussi international l'établissement émetteur. Si l'on créait une banque d'émission internationale, avec une succursale dans chaque pays, possédant une encaisse-or, et émettant des billets ou accordant des inscriptions en compte courant, il semble que le problème du maintien au pair de la nouvelle monnaie ne se poserait plus : en effet, non seulement il y aurait une unité de compte commune à tous les Etats, mais même les moyens de paiement seraient communs à l'ensemble des pays civilisés. C'est un projet séduisant pour des temps meilleurs, mais ce ne serait pas un remède à la situation présente. Aujourd'hui il ne s'agit pas en effet de créer une monnaie nouvelle, le vrai problème consiste à savoir comment on pourrait mettre cette monnaie à la disposition des peuples européens. Le déficit de la balance des comptes restera toujours

le grand obstacle. Comment les commerçants européens pourraient-ils déposer de l'or dans les caisses de la banque pour en obtenir une inscription en compte courant, puisqu'ils n'ont plus d'or. Même si un emprunt mettait de l'or à la disposition de l'Europe, comment pourrait-elle le conserver avec une balance en déficit. Elle l'exporterait peu à peu. Ses exportateurs seuls pourraient se constituer des réserves de change, qu'ils vendraient à leurs compatriotes importateurs, ou dont ils se serviraient eux-mêmes le jour qu'ils auraient quelque achat à payer. On reviendrait à la situation actuelle.

Disons-le donc : toute création d'une monnaie internationale n'aurait aujourd'hui aucun intérêt. Le stock de monnaie remis aux pays dont la balance est déficitaire, servirait aussitôt à payer les achats dans les pays exportateurs. Il serait aussitôt remis à l'étranger.

Nous regrettons d'être devenus aussi sceptiques à l'égard d'un projet, qui au premier abord nous avait cependant séduits. Nous nous en excuserons en montrant qu'avec beaucoup de réflexions, les hommes qui ont le plus approfondi cette question sont devenus peu à peu sceptiques comme nous. La commission qui à la conférence de Bruxelles en 1920 se réunit pour proposer à l'assemblée générale un ensemble de propositions sur les questions de circulation monétaire et de change, rédigea et fit adopter en ces termes sa troisième résolution : « Nous ne croyons ni à l'utilité d'une monnaie internationale, ni à celle d'une unité internationale de compte, aucun de ces moyens ne pouvant supprimer les difficultés dont souffre actuellement le marché des changes. » Si l'on remarque que cette commission était présidée par M. Vissering lui-même, on devra remarquer avec quelle impartialité

il a désavoué lui-même le plan si séduisant qu'il avait élaboré.

Ce n'est pas dans la création d'une monnaie internationale, mais bien dans une organisation de crédits internationaux que se trouve le remède à la situation actuelle des changes. A nous de mériter ces crédits internationaux en renonçant à toute inflation, et en ramenant ainsi nos devises à la parité de pouvoir d'achat.

En période normale, c'est-à-dire lorsque la balance de chaque Etat est équilibrée, à quoi servirait l'adoption d'une unité de compte commune ? Cette réforme de comptabilité n'aurait pour résultat que de simplifier les calculs. La commission monétaire de Paris de 1867 avait vu juste à ce sujet. Cette réforme dispenserait les commerçants et les voyageurs d'un calcul inutile, au moment où leurs marchandises ou eux-mêmes passent la frontière. L'adoption d'une unité de compte commune à tous les peuples ne peut avoir comme résultat que de faciliter les calculs imposés au commerce international.

Mais ne serait-il pas possible d'aller plus loin ? Ne serait-il pas possible de supprimer le marché des changes ? Il semble bien que l'on pourrait y arriver à une condition, c'est que non seulement l'unité de compte, mais aussi les moyens de règlement soient communs à tous les Etats. A une autre condition encore : Si la commission monétaire de 1867 ne croyait pas que la création d'une monnaie réelle universelle puisse amener une suppression du marché des changes, c'est parce qu'il entrevoyait la création d'une monnaie universelle *métallique*. L'envoi de métal d'un lieu à un autre est assez cher, l'envoi de traites aurait été un moyen de paiement plus com-

mode. Il aurait été préféré à une expédition de métal. Malgré la création de pièces métalliques universelles, le cours des traites sur le marché des changes aurait continué d'osciller entre les gold-points.

Mais un billet international pourrait nous faire arriver au résultat qu'une pièce métallique ne pourrait nous donner. Il faudrait pour cela créer une grande banque internationale ayant des succursales multiples dans les différents pays. Le billet qu'elle émettrait pourrait recevoir cours légal dans tous les Etats.

Ou même s'il ne recevait pas cours légal, le même résultat pourrait être obtenu si la banque se chargeait elle-même de livrer à prix fixe de la monnaie nationale à cours légal de chaque Etat en échange de monnaie internationale. Si la banque était assez puissante, elle pourrait arriver à ce résultat assez facilement.

Y aurait-il à ce moment-là intérêt à abandonner l'étalon-or, et à établir une monnaie de compte internationale, comme l'ont conçu Cournot, Mongin et M. Nogaro. Ces auteurs nous assurent que ce serait un avantage. Sans doute, il nous semble à nous aussi que cette forme de monnaie, pourvu qu'elle soit adoptée par le monde entier, constituerait un progrès. Il serait bon que le monde ne soit plus soumis aux variations de valeur des métaux précieux, et que les prix ne soient plus soumis au risque de la découverte de très riches mines d'or, et très faciles à exploiter, ou au contraire, au risque d'une diminution considérable de la production de l'or.

Nous croyons que l'idéal serait un système où l'émission de monnaie ne serait plus « automatique » et aléatoire, mais où, au contraire, elle dépendrait très étroitement du mouve-

ment des affaires, l'accroissement du stock monétaire mondial accompagnant le développement des affaires ou même le précédant quelque peu, car nous croyons qu'une *lente* augmentation du stock monétaire est une des causes qui peuvent agir sur l'augmentation de la production.

Mais si ce système est théoriquement possible, et nous avons dit au début que cela nous semblait exact, sera-t-il jamais réalisé. Qu'un jour la banque d'émission internationale rompe tout lien entre l'or et les billets qu'elle émet, qu'elle proclame que ceux-ci ne seront plus remboursables, le rôle monétaire de l'or serait fini, il deviendrait une marchandise ordinaire, mais quelles garanties aurions-nous contre la banque ? Comment serons-nous assurés que l'émission de monnaie serait absolument proportionnée aux besoins du marché et interviendrait de façon à stabiliser le pouvoir d'achat de la monnaie. La banque serait portée à abuser de son pouvoir, comme l'ont été les banques d'émission pendant la guerre et les rois de France jadis. On comprend que M. Nogaro ait proposé que l'organe émetteur de monnaie internationale ne soit pas une banque. Mais alors nous avouons ne pas voir ce qu'il pourrait être.

Nous voici dans le domaine du rêve. C'est afin d'atténuer un peu le pessimisme de notre conclusion. Quittant ces chimères et revenant en 1922 nous croyons qu'aujourd'hui la création d'une monnaie de compte internationale ne servirait à rien.

APPENDICE

LA CONFERENCE DE GÈNES

La conférence de Gênes touche à sa fin. Elle a procuré une déception presque unanime à tous les peuples qui l'avaient organisée. Réunie pour parler du rétablissement économique de l'Europe, elle a bientôt laissé passer au second plan des préoccupations de ses membres, les questions purement économiques. Le rapport des experts sur la question monétaire est encore peu connu. Et cependant il est intéressant, car il marque déjà un certain progrès sur les résolutions votées à Bruxelles.

Il n'y est pas question de la création d'une monnaie de compte internationale, mais comme il trace la voie que suivront sans doute les Etats pour revenir à la stabilité des changes, nous croyons intéressant d'en dire quelques mots.

Voici le rapport, tel qu'il a été établi. Il porte les signatures de Sir Basil Blackett, de M. Avenol, des professeurs Cassel, d'Havestein, Bianchini, de sir H. Strackoseh, de M. Vissering.

ARTICLE PREMIER. — La condition essentielle de la reconstruction économique de l'Europe est que chaque pays parvienne à stabiliser la valeur de sa monnaie.

ARTICLE 2. — Il conviendrait d'affranchir les banques, notamment les banques d'émission, de toute influence d'ordre politique et d'en assurer le fonctionnement exclusivement d'après des

méthodes financières prudentes. Dans les pays où il n'existe pas de banque centrale d'émission, il y aura lieu d'en établir une.

ARTICLE 3. — Les mesures d'assainissement monétaire seront facilitées si l'on parvient à développer la pratique d'une coopération constante entre les banques centrales. Une telle coopération des banques centrales ne serait pas nécessairement limitée à l'Europe, donnerait la possibilité de coordonner la politique suivie en matière de crédit sans entraver la liberté de chaque banque. Il est suggéré qu'une réunion des représentants des banques centrales ait lieu à une date prochaine, afin d'examiner les moyens les plus convenables pour donner effet à la présente recommandation.

ARTICLE 4. — Il est désirable que toutes les monnaies européennes soient basées sur un étalon commun.

ARTICLE 5. — L'or est le seul étalon commun qu'à l'heure actuelle tous les Etats européens pourraient convenir d'adopter.

ARTICLE 6. — Il est de l'intérêt général que les gouvernements européens déclarent, dès à présent, que l'établissement d'un étalon-or est le but final vers lequel ils tendent et qu'ils se mettent d'accord sur le programme par l'application duquel ils se proposent d'atteindre ce but.

ARTICLE 7. — Aussi longtemps que le budget annuel d'un Etat présentera un déficit qui sera comblé par la création de papier-monnaie ou de crédits en banque, il sera impossible de réaliser une réforme monétaire et l'on ne saurait arriver à établir l'étalon-or. Par conséquent, de toutes les réformes, la plus importante doit être d'équilibrer chaque année les dépenses publiques sans avoir recours à l'ouverture de nouveaux crédits sans contre-partie.

L'équilibre du budget nécessite une imposition adéquate, mais si les dépenses sont élevées au point de porter l'imposition au

delà de ce qui peut être payé sur le revenu de chaque pays, cette imposition elle-même peut encore amener l'inflation fiduciaire.

La compression des dépenses constitue le vrai remède.

L'équilibre du budget contribuera, dans une large mesure, à couvrir les dettes extérieures en réduisant la consommation intérieure. Mais il est reconnu que, dans le cas de certains pays, le montant des dettes est tel qu'il est impossible de réaliser l'équilibre du budget sans avoir recours à un emprunt extérieur. Sinon, il se peut qu'on ne parvienne pas à réaliser la stabilité relative de la monnaie dont l'équilibre du budget dépend dans une large mesure.

ARTICLE 8. — La seconde mesure consistera à déterminer et à fixer la valeur-or de l'unité monétaire. Cette mesure ne pourra être prise dans chaque pays que lorsque les circonstances économiques le permettront ; chaque pays devra, en effet, trancher alors la question de savoir s'il adopte l'ancienne parité-or ou une nouvelle parité voisine de la valeur du change, à ce moment, de son unité monétaire.

ARTICLE 9. — Ces mesures pourraient, à elles seules, suffire à établir un étalon-or ; mais le succès de son maintien serait efficacement favorisé, non seulement par la collaboration proposée des banques centrales, mais encore par la conclusion, au moment opportun, d'une convention internationale.

L'objet de cette convention serait de centraliser et de coordonner les demandes d'or et d'éviter ainsi, dans le pouvoir d'achat de ce métal, les amples variations que, sans ces précautions, pourraient provoquer les efforts simultanés et concurrents qui seraient faits par plusieurs pays pour se procurer des réserves métalliques. On suggère que la convention contienne des dispositions tendant à l'économie dans l'usage de l'or, par le maintien

de réserves sous forme de balances à l'étranger ; on citera à cet égard, le système dit de l' « étalon-or de change », « Gold Exchange Standard » ou un système de compensations internationales.

ARTICLE 10. — Il n'est pas essentiel que tous les pays, même en Europe, participent à la convention internationale visée à l'article précédent, mais plus ladite convention comprendra de membres, plus grandes seront ses chances de succès.

Si, toutefois, les pays participants et les Etats-Unis doivent se servir du même étalon monétaire, aucun programme tendant à stabiliser le pouvoir d'achat de l'unité monétaire ne saurait être fécond si l'Europe n'arrête, de concert avec les Etats-Unis, les mesures à prendre, et, à cet effet, il conviendrait d'inviter les Etats-Unis à collaborer avec elle.

Enfin, un article 11 prévoit quelles sont les conditions exigées de chaque Etat voulant faire partie de la condition internationale prévue par l'article 9.

Ce rapport n'est qu'un développement de celui qu'ont présenté à Gênes les experts qui s'étaient réunis à Londres avant l'ouverture de la conférence. Celui-ci ne faisait que prévoir le retour de chaque Etat à l'étalon-or, par le système du Gold Exchange Standard. Le rapport complété à Gênes est beaucoup plus intéressant, car il prévoit, ou du moins essaie de prévoir, par quel moyen les pays à change déprécié resteront à l'étalon-or après y être revenus.

Il semble bien qu'il y a dans ce rapport deux idées principales :

1° Comment faire revenir chaque état en particulier à l'étalon-or ?

2° Comment créer une espèce d'entente entre les banques d'émission européennes, de façon à stabiliser les cours des devises, et les maintenir étalonnées sur l'or ?

Il y a quelques illusions, semble-t-il, dans la façon dont le rapport croit que pourra s'effectuer le retour à l'étalon-or.

Il faut commencer par cesser toute inflation et pour cela il faut rendre les banques d'émission indépendantes des gouvernements : il faut que l'Etat ait un budget équilibré. Tout cela avait déjà été dit à Bruxelles en 1920. Mais l'article 8 nous dit quelque chose de nouveau, il proclame que le retour à l'étalon-or pourra se faire « à une nouvelle parité voisine de la valeur du change, à ce moment, de son unité monétaire ». Il ne se montre ainsi nullement hostile à une dévaluation. Mais on peut regretter que cet article 10 soit rédigé d'une façon obscure. La fixation de la valeur-or de l'unité monétaire, dit-il, « ne pourra être prise dans chaque pays que lorsque les circonstances économiques le permettront ».

Qu'est-ce à dire ? Nous regrettons que les experts ne se soient pas expliqués à ce sujet. Peut-être se sont-ils rendu compte que nulle stabilisation de l'unité monétaire n'est possible, tant que la balance des comptes n'aura pas été équilibrée, et tant que la dette extérieure à court terme de l'Europe n'aura pas été consolidée. Mais s'ils voyaient cet obstacle, pourquoi n'ont-ils pas prévu un emprunt international de consolidation (1) ?

1. Ils n'ont parlé, à l'article 7, que d'un emprunt extérieur pour équilibrer le budget de l'état. Ce n'est pas suffisant. Cette addition à l'article 7 a été votée après une intervention du délégué allemand qui avait tenté de prouver que l'Allemagne ne pouvait pas avoir une balance des comptes en équilibre tant que ne serait pas réduite la somme de ce qu'elle doit à titre de réparations. Il nous semble que cet emprunt ne serait pas nécessaire seulement à l'Allemagne, mais à tous les Etats européens. Tous ceux-ci ont en effet à faire face à une dette à court terme considérable, qui les empêche tout aussi bien que l'Allemagne de revenir à l'étalon-or immédiatement par voie de dé-

Sans cet emprunt, nous l'avons déjà dit, nulle stabilisation des changes n'est possible.

L'accord des banques dont nous entretient l'article 9 pourrait-il remplacer ces crédits de consolidation ? Non, malheureusement. Et pour plusieurs raisons. Les banques ne peuvent accorder que des crédits à assez court terme, elles ne les accordent qu'en échange de garanties faciles à réaliser. Elles ne peuvent pas fournir de crédits à long terme, et en très grande quantité. Et de plus ce n'est pas en Europe que chacun des Etats européens doit emprunter pour consolider sa dette extérieure à court terme, c'est en Amérique.

A quoi pourrait donc servir la convention internationale dont il est question ? L'article 9 semble déclarer que les représentants des grandes banques d'émission pourraient surtout s'unir pour régulariser les achats d'or. A nos yeux, cet article répond à six mois de distance au memorandum que le professeur Cassel a envoyé en novembre 1921 à la Société des Nations. Les besoins d'or ont considérablement fait renchérir l'or l'an passé, disait le professeur Cassel, il faut économiser l'or autant que possible, et tâcher d'éviter d'avoir trop besoin de lui.

L'article 9 du rapport de Gênes parle de même d' « économie dans l'usage de l'or » et recommande aux banques d'émission de se contenter comme encaisse de créances à très court terme sur les banques étrangères. Il cite « le maintien de réserves sous forme de balances à l'étranger » comme une excellente politique : elle évite que l'on se serve d'or métallique pour les règlements internationaux.

valuation. La nature de la dette, politique ou commerciale, n'a pas d'importance. Cette dette est aussi gênante dans un cas que dans l'autre.

A la vérité toutes ces mesures tendant à stabiliser la valeur de l'or, en en réduisant et en en organisant la demande, n'auraient pas grand résultat. Ce ne sont pas les achats d'or par les Etats européens qui provoquent des fluctuations de la valeur du métal. L'or et le dollar sont solidaires ; la valeur de l'or dépend non pas des achats d'or sur le marché, mais bien seulement de deux éléments : les tentatives de déflation ou d'inflation aux Etats-Unis, le cours du dollar par rapport aux autres monnaies. Ce qui augmente le pouvoir d'achat de l'or, c'est la déflation américaine, et c'est aussi pour l'Europe la hausse du dollar sur le marché des changes.

Si les pays européens veulent acheter de l'or à bon marché, la meilleure chose à faire n'est pas de s'entendre entre eux pour acheter le précieux métal. Mais chaque Etat n'a qu'à chercher, chacun pour son compte, l'amélioration de sa balance des comptes. Sa devise reprenant plus de valeur par rapport au dollar, en regagnera autant par rapport à l'or.

L'Europe veut-elle de l'or à bon marché, elle n'a alors qu'une chose à faire : améliorer la balance de ses comptes avec l'Amérique.

A quoi servirait donc la convention internationale des banques d'émission ? Il nous semble qu'elle pourrait être utile, lorsqu'*après consolidation* de l'énorme dette extérieure à court terme, le retour à l'étalon-or serait un fait accompli.

Il pourrait arriver que la balance des comptes d'un Etat soit un moment déficitaire, il lui faudrait donc exporter une grosse partie de son stock d'or. Ce serait particulièrement dangereux au début, car la balance des comptes, même allégée du poids de l'ancienne dette à terme consolidé, pourrait facilement être en déficit (en fait, la balance du commerce de presque tous les

Etats européens est déficitaire) et aussi parce qu'au début l'encaisse-or possédée par chaque Etat serait faible.

Un déficit momentané de la balance de ses comptes pourrait donc facilement amener l'Etat à se dépouiller de son stock d'or et à revenir au cours forcé. Que les banques européennes au contraire s'entendent pour avoir toujours l'une chez l'autre une réserve de change à leur disposition, pour s'accorder mutuellement du crédit au moment d'une crise, cela facilitera leur tâche, et permettra à chacune de ne pas accumuler dans ces caisses une aussi forte quantité d'or. Il y a longtemps que M. Luzzatti avait déjà prévu l'organisation d'un semblable système (1).

L'article 10 avoue qu'« il conviendrait d'inviter les Etats-Unis à collaborer » avec nous. C'est encore ce qu'il y a de plus sage dans toutes les recommandations des experts.

Rien n'est possible aujourd'hui à l'Europe au point de vue de la stabilisation monétaire sans l'aide de l'Amérique.

Pour revenir à l'étalon-or, il faut que l'Europe consolide sa dette extérieure à court terme, et pour cela il nous faut les avances des capitalistes américains.

Il faut encore que l'Europe se procure de l'or. Elle n'a pas une balance des paiements favorable. Elle ne peut obtenir l'or nécessaire qu'en empruntant, en Amérique naturellement.

Aucun retour à l'étalon-or n'est possible tant que la balance des comptes ne sera pas équilibrée, sinon cette tentative serait éphémère. Et c'est pourquoi le problème du retour à l'étalon-or des Etats d'Europe n'est pas un problème uniquement européen, mais mondial.

1. En 1908, dans sa note adressée à l'Institut de France.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages consultés.

- ANSIAUX. — Principes de la politique régulatrice des changes (Bruxelles, 1910).
- ARNAUNÉ. — Monnaie, crédit et change (Paris, 1913).
- BAGEHOT. — Lombard Street (traduction française, chez Germain-Baillièrre, 1874).
- A practical plan for assimilating the english and américain money as a step towards an universal money (London, 1869).
- AUBRY (Jules). — Quelques observations sur la valeur de la monnaie (*Revue d'économie politique*, 1887).
- BAILLY (Louis). — La réforme monétaire universelle (1890, Gauthier Villars).
- H. BARRAULT. — Le sens et la portée des théories antiquantitativés de la monnaie (*Revue d'histoire des doctrines économiques*, 1910).
- BOLLACK (Léon). — La monnaie internationale (extrait de la *Revue*, n° de mars 1911).
- M. BOURGUIN. — La mesure de la valeur et la monnaie (Paris Larose, 1896).
- E. BOUTAN. — Résumé de la question monétaire et nouveau projet de monnaie internationale (Guillaumin, 1895).
- BURTON. — La question des changes depuis la guerre (Giard et Brière 1920).
- CASSEL. — Mémoires adressés à la Société des Nations (octobre 1920 et novembre 1921).
- CELTUS. — La France à Gênes (Plon-Nourrit, 1922).
- H. CERNUSCHI. — L'anatomie de la monnaie (1886, Guillaumin).
- Michel Chevalier et le bimétallisme (Guillaumin, 1876).

- COURNOT. — Principes de la théorie des richesses (Hachette, 1863).
- CONNANT. — Monnaie et banques (traduction R.-G. Lévy, chez Giard et Brière, 1907).
- CORREARD. — Des finances modernes pour vivre (éditions Bossard, Paris, 1920).
- COURCELLE-SENEUIL. — Les opérations de banque (11^e édition, Paris 1920, chez Alcan).
- E. DOLLEANS. — La monnaie et les prix (Larose et Tenin, 1905).
- FEER-HERZOG. — L'unification monétaire internationale (Genève, 1869).
- La France et ses alliés monétaires en présence de l'unification universelle des monnaies (Paris, 1870).
- DE FOVILLE. — La monnaie (Paris, Lecoffre, 1907).
- G. FRANCOIS. — Le billet de banque international (*Revue d'économie politique* de janvier 1893).
- J. DECAMPS. — L'or et les règlements internationaux pendant la guerre, (Paris, Berger Levrault, 1916).
- Le crédit international et la crise du change (*Journal des économistes* du 15 avril 1920).
- Les changes étrangers (Paris, Alcan, 1921).
- HENRICH. — Mémoire sur les avantages d'une langue et d'un système monétaire communs à plusieurs États (Paris, 1851).
- HUVÉLIN (P.). — Essai historique sur le droit des marchés et des foires (*Thèse Paris*, 1897).
- Quelques données nouvelles sur les foires de Champagne :
- Les courriers de foire (extrait des *Annales de droit commercial* 1898, p. 376).
- HISSENHOVEN (P.). — La mobilisation du change et le marché à terme du change à Anvers (Voir *Revue économique internationale* de septembre 1920).
- IRVING FISHER. — La hausse actuelle de la monnaie, du crédit et des prix (*Revue d'économie politique*, 1913).
- The equation of exchange (*The American Economic Review*, juin 1911).
- Is the high cost of living going higher ? (New-York, 1912).
- A mord stable gold standard (*The economic journal*, déc 1912).

- A compensated dollar (*The quarterly journal of Economics*, (février 1913).
- De la nécessité d'une conférence internationale sur le coût de la vie (extrait de *La vie internationale*, 1913, fascicule XII.
- JUGLAR (Clément). — Les banques de dépôt, d'escompte et d'émission (Berger-Levrault, 1884).
- KEYNES (J.-M.). — The economic conséquences of the peace (traduction française (*Nouvelle Revue française*, 1920).
- Nouvelles considérations sur les conséquences économiques de la paix (Stork, 1922).
- LAUGHLIN. — Principles of Money (New-York, 1905).
- LEROY-BEAULIEU. — Traité théorique et pratique d'économie politique, t. III (4^e édition, Alcan, 1905).
- LÉVY (R.-G.). — L'union monétaire au moyen d'une banque centrale universelle (*Annales de l'école libre des sciences politiques*, 1895, p. 50).
- L'achèvement de notre réforme monétaire : l'étalon or (*Revue politique et parlementaire* de mars 1900).
- La stabilisation du franc (*Revue politique et parlementaire*, janvier 1922).
- MARBURG (Th.). — The World's money problem (New-York, 1895).
- MARTIN (Germain). — Les problèmes du crédit en France (Paris, 1921).
- L'émission des billets de banque dans la Chine contemporaine (Communication à l'Académie des sciences morales et politiques. Paris, 1922).
- MAWAS (A.). — Le change anglais pendant la guerre (*thèse Paris*, 1921).
- STUART MILL. — Principles of political economy (traduction Dussaud et Courcelle-Seneuil, Guillaumin, 1873).
- MIREAUX (Emile). — Les crédits à l'exportation (Paris, Rivière, 1921).
- MONGIN. — Des changements de valeur de la monnaie (*Revue d'économie politique*, 1887).
- De l'abondance de la monnaie métallique (*Revue d'économie politique*, 1888).
- La monnaie et la mesure des valeurs (*Revue d'économie politique*, 1897).
- NIJGH (W.-J.). — Le crédit hollandais à l'Allemagne (*Revue d'économie politique*, novembre 1920).

NOGARO (A.). — Le rôle de la monnaie dans le commerce international (Paris, 1904).

- Contribution à une théorie réaliste de la monnaie (*Revue d'économie politique*, 1905).
- Les expériences monétaires et la théorie de la dépréciation (*Revue économique internationale*, 1908).
- L'expérience bimétalliste au XIX^e siècle (*Revue d'économie politique*, 1908).
- Cours d'économie politique (Giard et Brière, 1921).
- Le problème des règlements internationaux et l'idée du billet international (*Le Monde Nouveau* de juin-juillet 1919).
- Pouvons-nous stabiliser nos changes (*Action nationale* de juin 1920).
- Les phénomènes monétaires et la théorie de la dépréciation (*Revue économique internationale*, novembre 1920).
- Une banque d'émission internationale : Le projet Vanderlip (*Revue économique internationale*, 1922).
- La stabilisation des changes (Paris, 1923, imprimerie Cadet).

PARIEU (de). — Perspective, conditions d'établissement et conséquences éventuelles d'une monnaie universelle (*Journal des économistes*, avril 1868).

- La question monétaire internationale en 1872 (*Journal des économistes*, t. XXVIII, p. 377).
- L'unification monétaire devant l'exposition universelle de 1878 (*Journal des économistes*, t. I, p. 179).

REBOUD (P.). — Essais sur les changes étrangers (Rousseau, 1900).

RIST (Ch.). — Les finances de guerre de l'Allemagne (Paris, Payot, 1921).

- Cours d'économie politique 1920-1921.

ROSSO. — La caisse de conversion argentine (*Toulouse thèse*, 1906).

A. RAFFALOVICH. — Articles dans l'*Economiste Français* et le *Journal des Economistes*.

R.-A. SELIGHAN. — Currency Inflation and Public Debts, an Historical Sketch (New-York, 1921).

W.-A. SHAW. — Histoire de la monnaie de 1252 à 1894 (traduction Raffalovich chez Guillaumin, 1896).

- A. SMITH. — Richesse des nations (Paris, Guillaumin, 1843).
G. VALOIS. — La monnaie saine tuera la vie chère (Nouvelle librairie nationale, Paris, 1920).
DU VIVIER DE STREEL. — Le problème des réparations et le billet international (*Revue économique internationale*, mai 1921).
G. VISSERING. — Problèmes internationaux économiques et financiers (Amsterdam, 1920).
— On Chinese currency (2 volumes, Amsterdam 1912).
WALRAS (LÉON). — Théorie de la monnaie (Lausanne, 1886).
— De la fixité de valeur de l'étalon monétaire.
WISZNIEWSKI. — Histoire de la banque de Saint-Georges de la République de Gênes (Paris, Guillaumin, 1865).
R. WOLFF et BOKANOWSKI. — Note sur la stabilisation du franc français (Paris, 1922).

Documents et Revues.

- Report on the introduction of the gold-exchange standard into China, Panama, and other silver-using countries, and on the stability of exchange (Washington, 1904).
Compte rendu des débats de la Conférence parlementaire internationale du commerce (session de 1916).
Compte rendu de la Conférence parlementaire internationale du commerce (session de 1920).
Documents de la conférence de Bruxelles (octobre 1920).
I. — Rapports préparatoires.
II. — Compte rendu des débats.
Régime et circulations monétaires d'après-guerre (études publiées par le secrétariat de la Société des Nations (1920).
Circulaire mensuelle de la Rotterdamsche Bankvereeniging
Circulaire mensuelle du Bureau Fédéral de réserve
Circulaire mensuelle de la National City Bank of New-York.
Economiste français.
Economiste européen.
Revue d'économie politique.
Le journal des Economistes.

Journal officiel de la Société des Nations.

Compte rendu des travaux de la Section Economique de la commission économique et financière de la Société des Nations.

Revue économique internationale.

Bulletin quotidien de la Société d'études et d'informations économiques.

L'Economist.

Le Statist.

L'Annalist.

Le Bankers magazine.

Wirtschaft und Statistik.

Vu : le Président de la thèse,
GERMAIN MARTIN

Vu : le Doyen,
F. LARNAUDE

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
P. APPEL

TABLE DES MATIÈRES

PREMIÈRE PARTIE

Situation actuelle du marché des changes.

	Pages
CHAPITRE I ^{er} . — <i>Causes des oscillations actuelles des cours.</i> . .	11
CHAPITRE II. — <i>Conséquences de ces oscillations sur le commerce international</i>	32
I. — Inconvénients résultant de l'instabilité des cours . .	32
II. — Inconvénients résultant du fait que les cours du change restent éloignés de la parité de pouvoir d'achat.	35
CHAPITRE III. — <i>Les remèdes proposés.</i>	45
I. — La déflation.	45
II. — La stabilisation des changes par voie de dévaluation.	54

DEUXIÈME PARTIE

Etude des projets préconisant l'adoption d'une monnaie de compte internationale.

CHAPITRE I ^{er} . — <i>Qu'est-ce exactement qu'une monnaie de compte?</i>	65
Systèmes monétaires de compte basés sur l'étalon or. . .	77
Systèmes monétaires de compte répudiant l'étalon or. . .	78
CHAPITRE II. — <i>Les projets de monnaie réelle universelle.</i> .	102
La commission monétaire de Paris de 1867.	103
La conférence internationale de 1892.	106
Le projet de banque internationale de M. R.-G. Lévy. .	110
Les projets présentés à la Conférence interparlementaire du commerce de 1920.	111
Le projet Delacroix.	118

CHAPITRE III. — <i>Etude des projets de monnaie de compte internationale répudiant l'étalon or.</i>	126
Travaux de M. Bendixem et du professeur Cassel.	128
Projet de M. Nogaro.	131
Création du besant-banco, projet paru dans le <i>Bulletin quotidien de la société d'études et d'informations économiques</i> du 7 janvier 1922.	135
CHAPITRE IV. — <i>Etudes des projets de monnaie de compte internationale basée sur l'étalon or.</i>	149
1° Création de banques instituant une unité-or dans les pays encore soumis au régime du papier monnaie.	152
I. — Projets du D ^r Lederer et de M. Landesberger	152
II. — Projet de M. Frank A. Vanderlip	155
2° Création d'un barter-institute. Projet de M. Vissering.	162
CHAPITRE V. — <i>Quelles tentatives ont déjà été faites.</i>	189
1° Les monnaies de banque du xvii ^e siècle.	189
2° Les monnaies de foire du moyen âge.	197
3° Les « barter-institutes » créés à Copenhague et à Amsterdam en 1920.	201

TROISIÈME PARTIE

A quoi pourrait servir une monnaie de compte internationale et ne pourrait-on pas réaliser sans elle les divers buts recherchés par ses partisans ?

CHAPITRE I ^{er} . — <i>Comment stabiliser les changes.</i>	219
CHAPITRE II. — <i>Comment revenir à l'étalon-or.</i>	232
CONCLUSION.	242
APPENDICE : <i>La conférence de Gênes.</i>	250

ACHEVÉ D'IMPRIMER
— LE 29 MAI 1922 —
IMPRIMERIE DE LA VIE
UNIVERSITAIRE. DIREC-
TION A PARIS : 13, QUAI
DE CONTI, ENTRE L'HOTEL
DE LA MONNAIE ET LE
PALAIS DE L'INSTITUT

